Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Le Conseil fédéral

Berne, le 9 octobre 2024

Financer l'AVS au moyen d'une taxe sur les transactions financières

Rapport du Conseil fédéral en réponse au postulat 21.3440 Rieder du 19 mars 2021

Table des matières

Résumé **4**
1 Contexte **9**
1.1 Mandat **9**
1.2 Structure du rapport **9**
2 Typologie des taxes sur les transactions financières **10**
2.1 Taxe sur les transactions sur titres **10**
2.1.1 Taxe sur les transactions du marché primaire 10
2.1.2 Taxe sur les transactions du marché secondaire 10
2.2 Taxe sur les opérations sur différence d'intérêts des banques **11**
2.2.1 Taxe sur les transactions de crédit 11
2.2.2 Taxe sur les transactions de dépôt 11
2.3 Taxe sur les transactions sur devises **11**
2.4 Délimitation par rapport aux autres taxes sur les transactions **11**
2.4.1 Taxe sur les transactions immobilières (droit de mutation) 11
2.4.2 Taxe sur les primes d'assurance (droit de timbre sur les assurances) 12
2.4.3 Taxe sur les microtransactions 12
3 Objectifs possibles d'une taxe sur les transactions financières **12**
3.1 Justification sous l'angle de l'objectif fiscal **12**
3.1.1 Approches de l'aménagement du système fiscal 13
3.1.2 Bases d'imposition adéquates 15
3.1.3 Les transactions financières, bases d'imposition de moindre qualité 16
3.2 Justification sous l'angle de l'objectif d'incitation **17**
3.2.1 Thèse de l'emploi des ressources 18
3.2.2 Thèse de l'effet de composition 18
3.2.3 Thèse de l'effet de liquidité 18
4 Effets d'une taxe sur les transactions sur titres **19**
4.1 Volume des transactions **19**
4.2 Liquidité du marché **19**
4.3 Fixation des prix **23**
4.4 Volatilité **24**
4.4.1 Impact sur la volatilité des prix à court terme 24
4.4.2 Impact sur la volatilité des prix à long terme (bulles et krachs) 28
4.5 Impact sur les actifs et les coûts des capitaux **30**
4.6 Conséquences sur l'épargne et la propension au risque **32**
5 Débats au sujet des taxes sur les transactions financières **33**
5.1 Débat sur la suppression des droits de timbre en Suisse **33**
5.1.1 Discussion sur la suppression dans le cadre de l'initiative parlementaire 09.503 ... 33
5.1.2 Position du Conseil fédéral sur la suppression des droits de timbre 34
5.2 Débat international **34**
5.2.1 Discussion au sein du G20 34
5.2.2 Discussion au sein de l'UE 35
5.3 Taxes unilatérales sur les transactions financières *versus* taxes sur les transactions financières coordonnées au niveau multilatéral **37**
6 Taxes sur les transactions sur titres du marché primaire **38**
6.1 Droit de timbre d'émission suisse sur les droits de participation suisses **38**
6.1.1 Objet du droit (art. 5 LT) 38
6.1.2 Exonération (art. 6 LT) 38
6.1.3 Débiteur du droit (art. 10, al. 1, LT) 39
6.1.4 Taux et base de calcul du droit (art. 8 et 9 LT) 39
6.2 Effets et analyse **40**
6.2.1 Objectif de compétitivité 40

6.2.2 Objectif d'efficacité ... 40
6.3 Avis du Conseil fédéral ... 42
6.4 Options en vue de générer des recettes supplémentaires ... 42
7 Taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire ... 44
7.1 Exemples de pays pour les taxes sur les transactions sur titres du marché secondaire ... 44
7.1.1 Le droit de timbre de négociation suisse ... 44
7.1.2 Droits de timbre au Royaume-Uni ... 50
7.1.3 La taxe française sur les transactions financières ... 51
7.1.4 La taxe italienne sur les transactions sur titres ... 52
7.1.5 La taxe suédoise sur les transactions sur titres abrogée ... 53
7.2 Modalités de la taxation ... 54
7.2.1 Principe de l'émission *versus* principe de la résidence ... 54
7.2.2 Non-imposition de la tenue de marché et des opérations des intermédiaires ... 55
7.2.3 Non-imposition du négoce à haute fréquence ... 55
7.2.4 Appréciation du droit de timbre de négociation sous l'angle de la prospérité nationale ... 56
7.2.5 Stratégies alternatives pour le droit de timbre de négociation ... 57
8 Taxe sur les opérations sur différence d'intérêts des banques ... 58
8.1 Taxe sur les transactions sur les nouveaux prêts hypothécaires ... 59
8.2 Taxe sur les transactions sur les dépôts bancaires ... 59
9 Taxe sur les transactions sur devises ... 60
10 Estimation du potentiel de recettes supplémentaires ... 61
11 Alternatives aux taxes sur les transactions financières ... 61
11.1 But fiscal ... 62
11.1.1 Extension de la taxe sur la valeur ajoutée à d'autres services financiers ... 62
11.1.2 Taxe sur les activités financières ... 62
11.2 Objectif d'incitation contre l'incitation au surendettement ... 62
11.2.1 Contribution à la stabilité financière ... 63
11.2.2 Modification de l'impôt sur le bénéfice ... 63
12 Compétence d'imposer de la Confédération et utilisation des recettes ... 64
12.1 Compétence de la Confédération de percevoir des taxes sur les transactions financières ... 64
12.2 Utilisation des recettes en faveur de l'AVS ... 65
12.2.1 Règles constitutionnelles relatives au financement de l'AVS et de l'AI ... 65
12.2.2 Principes de financement des assurances sociales ... 66
12.3 Utilisation des recettes à d'autres fins ... 67
13 Conclusions et recommandations ... 67

Résumé

Le postulat Rieder (21.3440) transmis au Conseil fédéral le charge d'élaborer un rapport dans lequel il montrera quelle forme il faudrait donner à une taxe sur les transactions financières en Suisse en vue de garantir le financement de l'AVS à moyen et à long termes (ch. 1).

Le présent rapport en réponse à ce postulat définit d'abord la notion de transaction financière, puis présente sur cette base une typologie des taxes sur les transactions financières, qu'il distingue encore des autres taxes perçues sur les transactions (ch. 2). Dans les transactions financières, des actifs financiers sont échangés contre d'autres actifs financiers. Les taxes sur les transactions financières peuvent essentiellement frapper les transactions sur titres des marchés primaire (émission de titres) et secondaire (négoce de titres), les transactions d'octroi de crédit ou de dépôt intervenant dans le cadre des opérations sur différence d'intérêts des banques, ainsi que les transactions sur devises. À l'heure actuelle, la Suisse connaît déjà deux taxes sur les transactions financières : une taxe sur les transactions sur titres du marché primaire, soit le droit de timbre d'émission (recettes annuelles moyennes de 250 millions de francs pour les dix dernières années), et une taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire, soit le droit de timbre de négociation (recettes annuelles moyennes de 1,3 milliard de francs pour les dix dernières années).

La justification d'une taxe sur les transactions financières peut être discutée sous l'angle de l'objectif fiscal ou de l'objectif d'incitation (ch. 3).

Sous l'angle de l'objectif fiscal (ch. 3.1), l'impôt doit rapporter à l'État des recettes fiscales afin que celui-ci puisse exécuter les tâches publiques. Les recettes sont judicieusement obtenues si les lignes directrices de deux approches, qui ont toutes deux leur légitimité, sont suivies. Dans l'approche traditionnelle, le système fiscal découle des principes d'équité alors que, dans l'approche de la théorie de la taxation optimale, on sélectionne le meilleur système fiscal parmi un grand nombre de systèmes fiscaux possibles en se fondant sur leurs effets et sur un système cible, qui comprend non seulement l'objectif fiscal, mais aussi des objectifs en termes d'efficacité, d'attrait de la place économique et de répartition.

Une taxe sur les transactions financières est moins opportune que les autres impôts frappant directement le revenu de la fortune ou la possession de la fortune pour les raisons suivantes :

- *Une transaction financière ne constitue qu'une réallocation de la fortune ; elle ne crée pas de revenus et, partant, pas non plus de capacité économique. Pour ce qui est de l'imposition selon de la capacité économique, les impôts qui frappent les revenus de la fortune revêtant la forme de rendements des capitaux et de gains en capitaux sont donc mieux adaptés qu'une taxe sur les transactions financières.*
- *À l'instar d'autres impôts qui frappent directement ou indirectement le revenu de la fortune ou la possession de la fortune, une taxe sur les transactions financières fausse la décision entre l'épargne et la consommation au détriment de l'épargne. Elle est susceptible de renchérir l'acquisition de capitaux pour les entreprises nationales et de réduire les salaires en raison de la diminution de l'accumulation du capital, de la baisse du capital utilisé pour la production et de la baisse de la productivité du travail.*
- *En outre, un impôt sur les transactions financières porte préjudice à l'intermédiation financière indigène. Les marchés financiers étant, pour une part, géographiquement flexibles, une taxe sur les transactions des marchés financiers peut entraîner une migration de la prestation de services financiers de la place financière suisse vers l'étranger. Si tel est le cas, une telle taxe ne génère non seulement aucune recette fiscale, mais elle fait aussi perdre à la Suisse de la création de valeur et, de ce fait, des recettes provenant d'autres impôts.*

La justification sous l'angle de l'objectif d'incitation (ch. 3.2) remonte aux années trente et KEYNES (1936) en est à l'origine. Elle donne lieu à davantage de discussions depuis que Tobin a lancé, dans les années septante, l'idée d'une taxe sur les transactions sur les devises. Le débat ne porte cependant plus sur ce point. Aujourd'hui, ce sont le plus souvent les taxes sur les transactions sur titres qui sont au premier plan. Leurs partisans avancent deux arguments. (i) Selon la thèse de l'emploi des ressources, le traitement de l'information nécessaire pour réagir rapidement aux modifications du marché à court terme absorbe trop de ressources. L'utilité sociale de ces activités n'est pas en phase avec leur utilité privée. Une taxe sur les transactions sur titres réduirait l'incitation à une telle recherche de rente et accroîtrait le bien-être en libérant des ressources pour des activités socialement plus judicieuses. (ii) La thèse de l'effet de composition part du principe que la taxe sur les transactions sur titres toucherait en premier lieu les « noise traders », qui sont responsables d'une volatilité excessive des cours des actions parce qu'ils renforcent, en tant que traders à rétroaction positive (« suiveurs de tendances »), les erreurs d'évaluation qui se développent. La taxe réduirait le volume des transactions et améliorerait la composition des acteurs du marché, ce qui abaisserait la volatilité des prix et améliorerait la fixation des prix. Les opposants à la taxe sur les transactions financières défendent la thèse de l'effet de liquidité et considèrent que cette taxe a les conséquences opposées. Ils font valoir qu'elle réduit le volume des transactions, la liquidité des marchés et l'efficience de la fixation des prix et qu'elle augmente la volatilité des prix et les coûts des capitaux.

La littérature spécialisée s'est déjà souvent intéressée aux effets qu'une taxe sur les transactions sur titres aurait sur ces divers enjeux économiques. Le présent rapport fournit un aperçu des travaux réalisés jusqu'ici (ch. 4). Du point de vue de la politique fiscale, il s'agit notamment de déterminer l'effet qu'une taxe sur les transactions financières (ou, plus précisément, une taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire) exerce sur la volatilité des prix des titres : selon la thèse de l'effet de composition, la taxe réduit la volatilité alors que, selon la thèse de l'effet de liquidité, elle l'augmente. Les études empiriques montrent généralement que la taxe n'exerce pas d'effet significatif sur la volatilité ou que celle-ci augmente. Elles ne fournissent aucune preuve d'une réduction de la volatilité liée à l'instauration d'une taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire. La taxe a pour point faible de ne pas faire la distinction entre les activités commerciales ayant un effet stabilisateur et les autres. Par conséquent, une telle taxe ne peut pas non plus être justifiée sous l'angle de l'incitation.

Ces dernières années, les taxes sur les transactions financières ont donné lieu à des débats d'une certaine intensité (ch. 5). En Suisse, les débats ont porté sur la suppression des droits de timbre existants, en raison des désavantages évoqués plus haut (ch. 5.1). Le droit de timbre d'émission sur le capital étranger (emprunts) a été supprimé au 1er mars 2012. Quant à la suppression du droit de timbre d'émission sur le capital propre, elle a été refusée lors de la votation populaire du 13 février 2022.

La discussion internationale s'est inscrite dans un contexte bien différent, les plans d'action visant à surmonter la crise financière mondiale de 2008 ayant placé au centre de l'attention la question de l'imposition du secteur financier (ch. 5.2). Après 2010, les chefs d'État et de gouvernement du G20 n'ayant pas pu se mettre d'accord sur l'introduction d'une taxe sur les transactions financières coordonnée à l'échelon international dans le cadre d'une approche multilatérale, la discussion s'est poursuivie, mais elle s'est orientée sur une taxe de l'UE sur les transactions sur titres du marché secondaire. Là non plus, aucune solution coordonnée ne s'est dégagée, ni avec l'ensemble des pays de l'UE, ni plus tard dans le cadre de la coopération renforcée. Entre-temps, la France (2012), l'Italie (2013) et l'Espagne (2021) ont introduit de manière unilatérale des taxes sur les transactions sur titres ; leurs recettes totales par rapport au produit intérieur brut (PIB) demeurent toutefois bien inférieures à celles que génèrent en Suisse les taxes déjà en place.

Les taxes unilatérales sur les transactions financières sont problématiques : les marchés financiers sont internationaux et l'introduction d'une telle taxe par quelques pays peut entraîner un déplacement des activités vers d'autres pays (ch. 5.3). Ce problème touche notamment la taxe sur les transactions sur devises et la taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire. La mobilité transfrontalière des bases fiscales étant plus faible, la marge de manœuvre unilatérale est plus importante pour une taxe sur les transactions sur titres du marché primaire et pour une taxe sur les opérations sur différences d'intérêts des banques.

Afin que la taxe sur les transactions financières ne déclenche pas de réactions d'évitement, qui réduisent les recettes fiscales et sapent un éventuel effet d'incitation, ses partisans exigent souvent, de façon logique, une coordination internationale de l'imposition. Comme l'explique le ch. 5.2, de tels efforts sont toutefois restés vains. Aussi l'analyse présentée dans ce rapport part-elle du principe que les taxes sur les transactions financières seront mises en œuvre de manière unilatérale.

Dans cette hypothèse, le ch. 6 évalue la taxe sur les transactions sur titres du marché primaire (droit de timbre d'émission), le ch. 7 la taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire (droit de timbre de négociation), le ch. 8 la taxe sur les opérations sur différence d'intérêts des banques et le ch. 9 la taxe sur les transactions sur devises dans le sens du postulat, qui vise à savoir quelles mesures seraient susceptibles de générer des recettes supplémentaires sans que la place financière et boursière ne subisse une perte de compétitivité excessive.

- *À l'échelon international, les transactions du marché primaire ne sont en général pas imposées. L'actuel droit de timbre d'émission suisse apparaît donc quelque peu exotique dans le contexte international. Les citoyens ont toutefois rejeté dans les urnes la suppression du droit de timbre d'émission que préconisaient le Conseil fédéral et le Parlement. Les mesures envisageables pour générer des recettes supplémentaires au moyen du droit de timbre d'émission comprennent l'augmentation du taux d'imposition, l'abaissement de la franchise ou la réintroduction du droit de timbre d'émission sur les emprunts et les papiers monétaires. Celles-ci ne feraient toutefois qu'accentuer les inconvénients du droit de timbre d'émission.*

- *Les discussions sur la scène internationale se concentrent dans une large mesure sur les taxes sur les transactions sur titres du marché secondaire. La Suisse possède déjà une telle taxe, à savoir le droit de timbre de négociation. À la différence des taxes sur les transactions sur titres étrangères, le droit de timbre de négociation suisse frappe également les titres émis à l'étranger. Ceux-ci sont imposés à un taux plus élevé que les titres émis en Suisse. Le droit de timbre de négociation prévoit des exceptions en vue de garantir le maintien de la compétitivité de la place financière et boursière suisse. À défaut d'exceptions, le négoce risquerait de se déplacer à l'étranger et les recettes fiscales de ne plus être garanties. La suppression du secret bancaire en matière fiscale pour les clients privés étrangers découlant de l'échange automatique de renseignements a accru la sensibilité aux prix de cette clientèle et péjoré la compétitivité des banques suisses dans les affaires de gestion de fortune transfrontalières. Jusqu'à fin 2008, les stocks de titres détenus dans les dépôts des clients privés suisses et étrangers évoluaient dans une large mesure parallèlement ; depuis lors, les stocks de titres des clients étrangers connaissent une évolution moins favorable que ceux des clients suisses. Exonérer les clients étrangers du droit de timbre de négociation pourrait supprimer le désavantage en matière de compétitivité imputable à la fiscalité, mais la perte de recettes d'approximativement 500 millions de francs qu'impliquerait une telle mesure serait substantielle. En revanche, pour la clientèle suisse des banques, la différence des taux existante entre les titres suisses (taux de 0,15 %) et les titres étrangers (taux de 0,30 %) est judicieuse parce que, pour les titres étrangers, l'imposition du rendement et de la fortune n'est pas garantie par l'impôt anticipé, ce qui accroît le risque de soustraction. Si l'on peut certes envisager, pour augmenter les recettes, de porter le taux du droit de timbre de négociation sur les titres*

suisses de 0,15 % à 0,30 %, cette mesure aurait des conséquences négatives sous l'angle de l'objectif d'efficience.

- *Les taxes sur les transactions d'octroi de crédit ou de dépôt des banques sont peu répandues au niveau international. La taxe porte préjudice à l'intermédiation financière, car les banques, qui doivent s'en acquitter, la répercutent en général en augmentant le différentiel d'intérêt. Il en découle d'une part une hausse des intérêts actifs, qui entrave les investissements de l'économie réelle et renchérit les emprunts de l'État et, d'autre part, une baisse des intérêts passifs, qui sape la constitution de l'épargne. Quelques pays d'Amérique du Sud ont fait l'expérience de taxes sur les transactions de dépôt des banques. Les réactions d'évitement ont été radicales et les recettes n'étaient pas stables. Une telle taxe ne semble donc pas recommandable. On pourrait attendre des recettes fiscales plus stables d'une taxe sur les nouveaux prêts hypothécaires. La Suède génère ainsi des recettes substantielles. Ce serait aussi le cas pour la Suisse, bien que les emprunts destinés à financer l'immobilier deviendraient alors encore plus coûteux.*
- *L'introduction de l'euro a mis fin, dans une large mesure, aux débats internationaux au sujet d'une taxe sur les transactions sur devises. Si les monnaies sont totalement convertibles, une telle taxe devrait impérativement être mise en œuvre de façon multilatérale et harmonisée, car, en cas d'introduction unilatérale, le commerce de devises concerné se déplacerait simplement à l'étranger. Une taxe sur les transactions sur devises destinée au financement n'entre donc pas en ligne de compte.*

Le ch. 10 du présent rapport résume, sous la forme d'un tableau, le potentiel de recettes découlant des observations figurant aux ch. 6 à 9. Le rapport ne recommande toutefois aucune de ces mesures en raison de leurs inconvénients respectifs. Les estimations tiennent dûment compte de la diminution des transactions liée à l'imposition. Elles ne prennent en revanche pas en compte les effets secondaires, en termes de recettes de l'impôt sur le bénéfice comme de l'impôt sur les revenus, que cette baisse de valeur ajoutée du secteur financier entraînerait inévitablement. Les estimations montrent que le potentiel de rendement d'une extension des taxes sur les transactions financières existantes en Suisse est limité.

Taxe concernée	***Mesure***	***Recettes supplémentaires***
Droit de timbre d'émission	*Augmentation du taux de 1 % à 2 %*	*200 millions de francs*
	Abaissement de la franchise de 1 million de francs à 500 000 francs	*Non quantifiées*
	Augmentation du taux de 1 % à 2 % couplée à un abaissement de la franchise de 1 million de francs à 250 000 francs	*Non quantifiées*
	Réintroduction du droit de timbre d'émission sur les emprunts et les papiers monétaires	*220 millions de francs, nets, après déduction du droit de timbre payé par la Confédération elle-même*
Droit de timbre de négociation	*Augmentation de 0,15 % à 0,30 % du taux pour les titres suisses*	*150 à 200 millions de francs*
Taxe sur les nouveaux prêts hypothécaires	*Introduction d'une taxe sur les nouveaux prêts hypothécaires afférents aux immeubles d'habitation au taux de 0,1 % pour chaque année complète ou entamée de la durée du crédit*	*590 millions de francs*
	Introduction d'une taxe sur tous les nouveaux prêts hypothécaires afférents au taux de 0,1 % pour chaque année complète ou entamée de la durée du crédit	*730 millions de francs*

Dès lors que les taxes sur les transactions financières faussent les décisions prises en matière de production, il convient de les éviter chaque fois que des taxes plus efficaces frappant le revenu ou la consommation sont à disposition. Ainsi, sous l'angle de l'objectif fiscale, c'est-à-dire si l'on suppose que l'on veuille générer des recettes supplémentaires dans le secteur financier en guise d'alternative aux taxes sur les transactions sur les titres, il vaudrait mieux élargir la TVA à des services financiers supplémentaires ou introduire une taxe sur les activités financières (FAT) pour remplacer l'actuel droit de timbre de négociation (ch. 11.1). Sous l'angle de l'objectif d'incitation, qui vise à endiguer les excès du secteur financier (ch. 11.2), une contribution à la stabilité financière ou une refonte de l'impôt sur le bénéfice seraient là encore plus appropriées que les taxes sur les transactions financières.

Alors qu'une extension des taxes sur les transactions financières existantes, du droit de timbre d'émission et du droit de timbre de négociation, serait en principe possible au niveau de la loi, de nouvelles taxes supplémentaires sur les transactions financières devraient être inscrites dans la Constitution afin de conférer à la Confédération la compétence de percevoir l'impôt nécessaire (ch. 12.1). En ce qui concerne l'utilisation des recettes (ch. 12.2), les dispositions constitutionnelles (art. 111 et 112 Cst.) ne font pas obstacle à un financement supplémentaire de l'AVS par une taxe sur les transactions financières.

Avec le droit de timbre d'émission et le droit de timbre de négociation, la Suisse dispose aujourd'hui déjà de deux taxes sur les transactions sur les titres qui lui rapportent davantage de recettes par rapport à son PIB que les taxes introduites par les pays européens de référence (voir le ch. 7.2.1). Sur la base des réflexions de politique fiscale du présent rapport (voir les ch. 3 et 4) et au vu du rapport coût/bénéfice défavorable que présentent les diverses mesures d'extension des taxes évaluées (voir les ch. 6 à 9), le Conseil fédéral recommande, d'une part, de ne pas affecter au financement de l'AVS les recettes existantes des droits de timbre d'émission et de négociation et, d'autre part, de ne prélever aucune nouvelle taxe sur les transactions financières pour financer l'AVS ou le budget général de la Confédération (ch. 13).

1 Contexte

1.1 Mandat

Le 19 mars 2021, le conseiller aux États Beat Rieder a déposé le postulat 21.3440 « Financer l'AVS au moyen d'une taxe sur les transactions financières ». Il y demande au gouvernement d'élaborer un rapport dans lequel il montrera la forme à donner à une taxe sur les transactions financières[1] en Suisse en vue de garantir le financement de l'AVS à moyen et à long terme.

Dans le développement de son postulat, l'auteur explique que le Conseil fédéral devrait examiner s'il existe des possibilités de financement susceptibles d'assurer le financement de l'AVS au-delà de 2030 ou 2040 autres que les mesures privilégiées jusqu'ici, soit la hausse de la TVA et le relèvement de l'âge de référence. La création d'une taxe sur les transactions financières pourrait constituer une telle solution, d'autant plus que quelques autres pays ont déjà examiné s'il serait opportun de créer une telle taxe en vue d'assainir leurs finances publiques. Le problème de cette taxe réside dans le fait que les marchés des capitaux sont par nature internationaux et que la création d'une telle taxe dans quelques pays isolés pourrait entraîner un déplacement des activités vers d'autres pays. De plus, il faut toujours garder à l'esprit que la place financière et boursière suisse doit rester compétitive. Cet état de choses devrait être pris en compte lors de la conception.

Le 19 mai 2021, le Conseil fédéral a proposé de rejeter ce postulat. Contrairement à cette recommandation, celui-ci a été adopté par le Conseil national le 13 juin 2022.

1.2 Structure du rapport

Le rapport définit tout d'abord à son ch. 2 la notion de transaction financière, puis présente sur cette base une typologie des taxes sur les transactions financières, qu'il distingue encore des autres taxes perçues sur les transactions. Comme les motifs fiscaux et les objectifs d'incitation sont souvent étroitement mêlés dans le débat, ce qui complique le travail d'analyse, le ch. 3 distingue analytiquement ces deux objectifs, avant d'examiner si une taxe sur les transactions financières peut se justifier sous l'angle de l'objectif fiscal ou de l'objectif d'incitation. Le ch. 4 expose les résultats des études tant théoriques qu'empiriques consacrées aux effets d'une taxe sur les transactions sur titres. Le ch. 5 fait le point des débats menés en Suisse et au niveau international à propos d'une telle taxe. Les options s'offrant à la Suisse sont ensuite étudiées au ch. 6 pour la taxe sur les transactions sur titres du marché primaire (droit de timbre d'émission), au ch. 7 pour la taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire (droit de timbre de négociation), au ch. 8 pour la taxe sur les opérations sur différence d'intérêts des banques, et au ch. 9 pour la taxe sur les transactions sur devises. Le rapport examine si ces taxes sur les transactions financières sont réellement susceptibles de générer des recettes supplémentaires tout en respectant la compétitivité de la place financière et boursière suisse, et le cas échéant, de quelle manière elles y parviendraient. Le ch. 10 résume les enseignements des ch. 6 à 9. Le ch. 11 examine des taxes alternatives qui, sous l'angle de l'objectif fiscal, seraient en principe préférables aux taxes sur les transactions financières existantes pour tirer des recettes du secteur financier ou, sous l'angle de l'objectif d'incitation, permettraient de limiter les excès de ce secteur. Le ch. 12 aborde l'utilisation des recettes, à la lumière des dispositions constitutionnelles et des principes de financement des assurances sociales. Le rapport s'achève par les conclusions et les recommandations du ch. 13.

---

[1] Synonyme plus court que l'expression du texte allemand de l'intervention, où le postulant parle de taxe sur les transactions des marchés financiers (*Finanzmarkttransaktionssteuer*).

2 Typologie des taxes sur les transactions financières

Les taxes sur les transactions financières frappent les transactions réalisées sur les marchés financiers. Dans les transactions financières, des actifs financiers sont échangés contre d'autres actifs financiers (par ex. achat de papiers-valeurs à titre d'apport). Les actifs financiers se composent de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux, du numéraire et des dépôts, des reconnaissances de dettes et des produits structurés, des crédits, des actions et des autres titres de participation, des parts de placements collectifs, des droits envers des assurances et des caisses de pensions, des produits dérivés ainsi que des créances et des engagements qui sont dus au fait qu'un laps de temps doit s'écouler entre la transaction et le paiement que celle-ci nécessite (crédits commerciaux ou obligations de paiement). Les transactions financières doivent être distinguées des transactions impliquant une valeur économique réelle (achats ou ventes de biens, échanges en nature ou transferts de biens ou en espèces).

Les taxes sur les transactions financières sont envisageables sous différentes formes. Elles pourraient notamment frapper les transactions sur titres du marché primaire et du marché secondaire (ch. 2.1), les transactions d'octroi de crédit ou de dépôt exécutées par les banques dans le cadre de leurs opérations sur différence d'intérêts (ch. 2.2), ou encore les transactions sur devises (ch. 2.3).

La Suisse connaît déjà une taxe sur les transactions sur titres du marché primaire et du marché secondaire, à savoir le droit de timbre d'émission (recettes annuelles moyennes de 250 millions de francs pour les dix dernières années entre 2014 et 2023) et le droit de timbre de négociation (recettes annuelles moyennes de 1,3 milliard de francs pour les dix dernières années).

2.1 Taxe sur les transactions sur titres

2.1.1 Taxe sur les transactions du marché primaire

Une taxe sur les transactions sur titres du marché primaire est perçue lors de la création d'une entreprise ou de l'augmentation du capital par recours à un financement externe. Elle peut s'appliquer à toutes les formes de capital des entreprises, se limiter à une forme de capital spécifique (par ex. capital propre ou capital de tiers), ou encore ne viser qu'une forme spécifique d'entreprise, comme les sociétés de capitaux ou de personnes (MATHESON, 2011, p. 5).

Au niveau international, une telle taxe porte habituellement le nom de droit d'émission sur capital propre (*capital duty*) ou de droit d'enregistrement (*registration tax* ; MATHESON, 2011, p. 5). La Suisse et le Liechtenstein prélèvent le droit de timbre d'émission sur l'émission de capital propre par des sociétés de capitaux. Le droit d'émission d'obligations a été aboli le 1er mars 2012, dans le cadre des mesures *too-big-to-fail*. Les seuls autres pays d'Europe à avoir conservé une taxe comparable au droit de timbre d'émission helvétique sont la Grèce, la Pologne et la Russie. En dehors de l'Europe, le Japon est l'unique pays du G20 à frapper d'un droit de timbre l'émission de capital propre.

2.1.2 Taxe sur les transactions du marché secondaire

Une taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire peut être prélevée sur le négoce de tous les types de titres ou de certains d'entre eux seulement (actions, titres de créance et leurs dérivés respectifs). Elle est généralement limitée au négoce sur le marché secondaire, mais peut très bien aussi s'appliquer au marché primaire. Il s'agit d'ordinaire d'une taxe *ad valorem*, fixée en fonction de la valeur de marché des titres, mais on trouve aussi des taxes forfaitaires par transaction (MATHESON, 2011, p. 5).

Les variantes en place au niveau international portent le nom de taxe sur les transactions financières (*financial transaction tax*), taxe sur les transactions sur titres (*securities transaction tax*), taxe sur le transfert de titres (*securities transfer tax*) ou encore droit de timbre (*stamp duty* ; en Suisse et au Liechtenstein : droit de timbre de négociation). Outre la Suisse et le Liechtenstein, les autres pays européens à percevoir un tel impôt sont la Belgique, l'Espagne, la France, l'Irlande, l'Italie, Malte et le Royaume-Uni. La Finlande impose le transfert des titres nationaux, si celui-ci ne s'effectue pas en bourse. Hors d'Europe et parmi les pays du G20, l'Argentine, le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, l'Afrique du Sud et la Corée du Sud sont les pays qui imposent le commerce de titres.

2.2 Taxe sur les opérations sur différence d'intérêts des banques

2.2.1 Taxe sur les transactions de crédit

Une taxe sur les transactions de crédit peut être prélevée sur les hypothèques et les autres crédits bancaires. En outre, les personnes morales ou physiques peuvent être soumises à une taxe d'enregistrement.

2.2.2 Taxe sur les transactions de dépôt

Une taxe sur les transactions de dépôt est perçue sur les dépôts effectués et sur les retraits opérés sur des comptes bancaires. Il s'agit d'ordinaire d'une taxe *ad valorem*, prélevée en pourcentage du dépôt ou du retrait effectué. Elle frappe les achats de biens et services, les produits d'investissement ainsi que la rémunération des facteurs de production chaque fois que les paiements s'effectuent par l'intermédiaire d'une banque (MATHESON, 2011, p. 5s.).

2.3 Taxe sur les transactions sur devises

Une taxe sur les transactions sur devises (*currency transaction tax*) frappe les opérations sur devises et leurs produits dérivés (opérations à terme sur devises, options et *swaps*). Une distinction s'impose ici entre les taxes introduites unilatéralement au niveau national et la taxe Tobin, basée sur l'idée initiale de TOBIN (1974, 1978), qui prévoyait une taxe à taux unique à mettre en œuvre multilatéralement. Les pays confrontés à des difficultés de balance de paiement introduisent parfois des taxes sur les transactions sur devises, à la place ou en complément de leurs propres mécanismes de contrôle des changes. La proposition multilatérale de la taxe Tobin visait à limiter les flux de capitaux transfrontaliers, qui entravent les efforts entrepris par les gouvernements nationaux pour gérer la demande globale.

La taxe sur les transactions sur devises est donc un outil monétaire qui ferait perdre toute rentabilité à de nombreuses transactions financières transfrontalières, à commencer par celles à court terme (MATHESON, 2011, p. 12).

2.4 Délimitation par rapport aux autres taxes sur les transactions

2.4.1 Taxe sur les transactions immobilières (droit de mutation)

Une taxe sur les transactions immobilières est prélevée sur la valeur des parcelles de terrain et des bâtiments lors de leur mise en vente. Ce type de taxe est très répandu au niveau international, tant au niveau de l'État central qu'au niveau subnational. Étant donné que les biens immobiliers ne risquent pas d'être déplacés à l'étranger, l'assiette fiscale d'une taxe sur les transactions immobilières réagit de manière moins élastique que celle de n'importe quelle taxe sur les transactions sur titres, de sorte qu'elle est plus aisée à mettre en place (MATHESON, 2011, p. 7). En Suisse, plusieurs cantons prélèvent une taxe sur les transactions immobilières

sous forme de droit de mutation. Toutefois, comme les transactions immobilières ne sont pas des transactions financières, le droit de mutation ne fait pas partie des taxes étudiées dans le présent rapport.

2.4.2 Taxe sur les primes d'assurance (droit de timbre sur les assurances)

Certains pays du G20 prélèvent des taxes sur les primes d'assurance. Ces taxes spéciales basées sur le chiffre d'affaires visent à corriger la sous-imposition, réelle ou supposée, du secteur des assurances par la perception d'un impôt sur le revenu et/ou d'une TVA[2] (MATHESON, 2011, p. 7).

La Suisse aussi prélève un droit de timbre sur les primes d'assurance, à savoir la taxe sur les assurances. Toutefois, seule la taxe perçue sur l'assurance-vie peut être considérée comme une taxe sur les transactions financières. La taxe frappant les assurances de choses et de patrimoine, qui génère la majeure partie des recettes de la taxe sur les primes d'assurance, constitue un impôt à la consommation spécial frappant le commerce de marchandises.

2.4.3 Taxe sur les microtransactions

Aucun pays n'a jusqu'ici introduit de taxe sur les microtransactions frappant les transactions des opérations de paiement électroniques. Cependant, une telle taxe ne devrait pas être considérée comme une taxe sur les transactions financières parce qu'elle ne s'appliquerait pas uniquement aux transactions financières, mais aussi aux transactions impliquant une valeur économique réelle.

Différentes raisons plaident contre une taxe sur les microtransactions :

- Une telle taxe frappe par exemple certaines opérations qui ne reposent sur aucune création de valeur et qui, par conséquent, ne se fondent pas sur la capacité économique.
- En outre, elle présente les inconvénients d'une taxe sur le chiffre d'affaires brut prélevée à toutes les étapes de la production de valeur : l'absence de déduction de l'impôt préalable entraîne un renchérissement des investissements et engendre un effet domino lié au cumul d'impôt dans la chaîne de création de valeur si plus d'une entreprise contribue à la production de biens. La taxe sur les microtransactions ne respecte donc pas le principe de la neutralité sur le plan concurrentiel et favorise la concentration verticale d'entreprises.
- Enfin, elle recèle des incitations à regrouper les créances et les engagements et à n'effectuer des paiements que sur les soldes nets, ou à délocaliser les opérations de paiement à l'étranger. Administrativement lourdes, d'éventuelles contre-mesures du fisc n'auraient que peu d'effets.

3 Objectifs possibles d'une taxe sur les transactions financières

Dans le débat concernant les taxes sur les transactions financières, les partisans d'une telle mesure fiscale les justifient souvent en mêlant motifs fiscaux et objectifs d'incitation (COLLIARD ET HOFFMANN, 2017, p. 2687). Il s'agit dans l'analyse qui suit de bien distinguer ces deux motifs. Le présent chapitre examine également si une taxe sur les transactions financières se justifie sous l'angle de l'objectif fiscal (ch. 3.1) ou de l'objectif d'incitation (ch. 3.2).

3.1 Justification sous l'angle de l'objectif fiscal

Sous l'angle de l'objectif fiscal (ch. 3.1), l'impôt doit rapporter à l'État des recettes fiscales afin que celui-ci puisse exécuter les tâches publiques découlant d'objectifs supérieurs d'allocation

[2] Voir ZEE (2004) à propos des difficultés soulevées par l'imposition de la branche des assurances.

et de répartition. Un bon système fiscal permet de financer toutes les tâches de l'État et s'adapte aisément à l'évolution des besoins de financement.

3.1.1 Approches de l'aménagement du système fiscal

Loin de tout arbitraire, la collecte des recettes doit être au service de la politique financière et économique des États. Il existe deux grandes approches pour aménager un système fiscal aussi rationnel que possible, et chacune d'elles a son bien-fondé.

Approche fondée sur les principes d'équité

On trouve premièrement une approche traditionnelle de la science financière, fondée sur le droit, qui fait découler le système fiscal des principes d'équité.

Dans tout bon système fiscal, quiconque dispose d'une capacité contributive dépassant le minimum vital doit participer au financement des tâches communautaires. Ce principe de l'universalité de l'imposition implique une interdiction de privilégier et de discriminer. D'un côté, l'interdiction de privilégier défend d'exonérer de manière injustifiée certaines personnes de leur obligation fiscale subjective ou objective. De l'autre, l'interdiction de discriminer permet d'éviter que des individus ne soient appelés à financer l'État de manière exagérée par rapport à d'autres ayant la même capacité économique.

Un bon système fiscal répartit la charge de l'imposition de manière équitable. Les contribuables doivent dès lors être imposés en fonction de leur capacité économique. Celle-ci peut se mesurer à partir de l'acquisition de moyens ou du revenu (impôts sur le revenu) comme de l'usage qui est fait de tels moyens, soit de la consommation (impôts sur la consommation). Selon le principe de la capacité contributive, les situations identiques et les capacités contributives similaires doivent être imposées de la même manière (équité fiscale horizontale ; principe de l'imposition uniforme), tandis que les contribuables n'ayant pas la même capacité contributive doivent être imposés différemment. Il incombe au pouvoir politique de fixer la progressivité souhaitable dans ce contexte. Si le législateur veut aller au-delà de ce qu'exige la capacité contributive en ce qui concerne les corrections fiscales apportées à la répartition primaire, d'autres objectifs de redistribution pourront se greffer sur ce principe de base.

Le principe d'équivalence a ici une fonction complémentaire. Il se substitue au principe de la capacité contributive dans les situations où la collectivité accorde des avantages particuliers à des personnes ou groupes de personnes bien délimités. Concrètement, les individus doivent contribuer au financement de la collectivité en payant des taxes causales[3] et les groupes bénéficiaires en s'acquittant d'impôts d'attribution des coûts[4], en fonction des avantages obtenus ou des coûts occasionnés.

---

[3] Les émoluments, les charges de préférence et les taxes de remplacement sont des taxes causales. Les émoluments sont des taxes perçues en contrepartie de certains services fournis par l'administration publique ou de l'utilisation d'une infrastructure publique (par ex. émolument pour le registre foncier, taxe de raccordement à une canalisation ou au réseau électrique, taxe d'enlèvement des ordures ménagères, taxe d'examen, émolument de justice). Les charges de préférence sont des taxes prélevées pour couvrir tout ou partie des frais d'établissements ou d'installations publics auprès des personnes qui en tirent un intérêt particulier et/ou un avantage économique spécifique (par ex. contributions à la construction de route, à la pose de canalisations, aux corrections de rivières). Les taxes de remplacement compensent le non-accomplissement d'un service ou d'une obligation personnelle imposée aux citoyens par la collectivité (par ex. service militaire ou service dans le corps des sapeurs-pompiers).

[4] Les impôts d'attribution des coûts sont des impôts spéciaux prélevés auprès d'un groupe d'assujettis défini parce que ces derniers ont un rapport plus étroit avec certaines dépenses de la collectivité que l'ensemble des contribuables. Les taxes de séjour, les impôts sur les véhicules à moteur, les impôts sur les bateaux, les impôts sur les chiens, les surtaxes sur les carburants, les taxes incendie, etc. en font partie.

Approche liée à la théorie de la taxation optimale

La seconde approche de la science financière, qui repose sur la théorie de la taxation optimale, consiste à sélectionner le meilleur système fiscal parmi tous les systèmes possibles, en se fondant sur leurs effets respectifs et sur un système cible. Un tel système comprend non seulement l'objectif fiscal, mais aussi des objectifs en termes d'efficacité, d'attrait de la place économique et de répartition.

Pour atteindre l'objectif d'efficacité visé par cette approche, les taxes prélevées doivent induire un minimum de coûts supplémentaires et de frais d'exécution, tout en contribuant à la stabilisation macroéconomique[5].

- Les principaux effets de la fiscalité sont liés à la charge supplémentaire de l'imposition, qui résulte du fait que l'impôt modifie le comportement des sujets économiques concernés. Il convient de distinguer ici l'effet sur le revenu et l'effet de substitution. L'effet sur le revenu reflète le transfert de pouvoir d'achat du citoyen à l'État visé par l'impôt (charge à payer). Les changements de comportement constituent une réponse efficace à la baisse des ressources subie. Par ailleurs, presque tous les impôts ont un effet de substitution plus ou moins marqué, qui correspond à la charge supplémentaire due à l'imposition (au-delà de la charge à payer). Une telle charge provient du fait que les incitations à travailler, à épargner ou à se former diminuent. Les réactions d'évitement provoquées par de telles incitations inopportunes pèsent sur le bien-être, et il convient donc d'en prévenir l'apparition.
- Un bon système fiscal doit présenter de faibles coûts de mise en œuvre, soit de faibles coûts d'acquittement pour les contribuables et de faibles coûts de perception pour les autorités fiscales.
- Du point de vue de la stabilisation macroéconomique, un bon système fiscal doit contribuer à une utilisation optimale des facteurs de production, tout en atténuant les fluctuations conjoncturelles.

Un bon système fiscal rehausse le pouvoir d'attraction d'un site dans la concurrence pour la substance fiscale mobile. Il en prévient l'évasion vers d'autres collectivités territoriales et favorise l'implantation de nouveaux contribuables. Il offre des conditions fiscales propices aux entreprises en quête de localisation, aux personnes physiques à la recherche d'un lieu de résidence, aux placements de fonds ainsi qu'à la vente de biens et services.

En ce qui concerne la répartition de la charge fiscale, le principe d'équité s'avère central. Celui-ci doit être appliqué non seulement aux membres d'une même génération, mais aussi aux différentes générations entre elles.

- Objectif de répartition intergénérationnelle (équité envers les générations futures) : un bon système fiscal veille à l'équité entre les générations. Il s'agit en particulier d'éviter tout report de charge de la génération actuelle sur celles à venir.
- Objectif de répartition intragénérationnelle (objectif de redistribution) : en corrigeant la répartition primaire des revenus et de la fortune, un bon système fiscal en permet une répartition secondaire plus efficace.

Des conflits apparaissent fréquemment entre ces différents objectifs. Et comme aucun d'entre eux ne l'emporte *a priori* sur les autres, une pesée des intérêts s'impose à des fins d'optimisation. Une telle approche implique des jugements de valeur et exige donc l'intervention du pouvoir politique.

---

[5] Un autre objectif en matière d'efficacité consiste à corriger les défaillances du marché. Faute de s'appliquer à une taxe visant un but purement fiscal, il est examiné séparément au ch. 3.2 consacré à l'objectif d'incitation.

Forces et faiblesses des deux approches
Afin d'établir un système fiscal rationnel, il faut recourir aux deux approches présentées ci-dessus, dans la mesure où chacune d'elles possède ses atouts et ses faiblesses. L'approche fondée sur les principes d'équité a pour avantage d'indiquer directement la base d'imposition idéale à partir du principe de l'égalité de traitement horizontale et de la théorie de l'accroissement de la fortune nette, qui elle-même découle des principes d'équité. L'inconvénient de cette approche est de ne pas tenir compte des effets de l'imposition. C'est sur ce point précisément que l'approche liée à la théorie de la taxation optimale montre sa force, car elle sélectionne le meilleur système fiscal parmi un grand nombre de systèmes possibles, en passant en revue leurs effets positifs ou négatifs par rapport à un système cible. Une telle approche comporte cependant un degré d'abstraction élevé et ne peut donc être utilisée que de manière limitée pour déterminer la base d'imposition. En outre, elle ne prévoit aucun garde-fou contre les écarts par rapport à l'équité fiscale horizontale. Toutefois, il est vrai qu'il est facile d'intégrer de telles limitations parmi les instruments à disposition.

3.1.2 Bases d'imposition adéquates

Chacune de ces deux approches visant à élaborer une politique fiscale rationnelle livre ses propres réponses quant aux bases sur lesquelles un système fiscal devrait reposer. Trois catégories de bases d'imposition ont leur place dans un système fiscal rationnel, à savoir les bases primaires, les bases complémentaires poursuivant un objectif fiscal et les bases complémentaires poursuivant un objectif d'incitation. Une quatrième catégorie regroupe encore les bases d'imposition inappropriées, qui ne se justifient ni sous l'angle de l'objectif fiscal ni sous l'angle de l'objectif d'incitation.

Sous l'angle de l'objectif fiscal, les bases primaires de l'imposition sont le revenu et/ou la consommation. Il s'agit d'impôts à rendement élevé et conformes au principe de l'universalité de l'imposition, qui ne génèrent pas de charges supplémentaires excessives tout en étant compatibles avec les impératifs de la place économique. La question de savoir si la TVA prélevée sur la consommation est conforme au principe de la capacité contributive est controversée. Quant à savoir si le revenu ou la consommation constituent une meilleure base d'imposition, les avis divergent dans la littérature spécialisée, tant dans l'approche fondée sur les principes d'équité que dans celle liée à la théorie de la taxation optimale[6]. Sur le plan abstrait, la différence tient au fait qu'un impôt sur la consommation ne frappe pas le revenu du capital non imposé, qui correspond à une rémunération sans risque du capital entre le moment de sa création et celui de sa consommation, tandis que l'impôt sur le revenu frappe également le revenu tiré du capital. L'impôt dual sur le revenu constitue ici une voie médiane, dans laquelle le revenu de l'activité lucrative et celui de la fortune sont imposés séparément, le premier étant soumis à un impôt progressif et le second à un impôt proportionnel plus faible que le taux maximal frappant le revenu du travail. Une telle dualité apparaît également lorsque l'impôt sur le revenu et la TVA sont prélevés en parallèle, comme c'est le cas dans la plupart des pays, ou lorsque, comme en Suisse, le revenu de la prévoyance du 2e pilier et du pilier 3*a* est imposé en aval, selon le modèle de l'impôt sur la consommation, et que celui de la fortune du pilier 3*b* est taxé selon le modèle de l'impôt sur le revenu.

Sous l'angle de l'objectif fiscal, les impôts complémentaires sont destinés à combler les bases primaires du système fiscal. Le revenu fait typiquement l'objet d'un impôt personnel sur le revenu. À cet impôt peut s'ajouter un impôt sur les bénéfices des entreprises, moyennant l'harmonisation de l'imposition au niveau de l'entreprise et de celle au niveau personnel. D'autres types d'impôts peuvent trouver place dans un système d'imposition du revenu.

---

6 Pour un aperçu de l'état actuel de la recherche, voir BASTANI ET WALDENSTRÖM (2020) ; voir aussi JACOBS (2013) ; BOADWAY (2012) ; BANKS ET DIAMOND (2010).

- Les revenus du sol se prêtent bien à la perception d'un impôt foncier ou d'une taxe immobilière un peu moins bien ciblée.
- Le rendement de la fortune et les gains en capital peuvent également être frappés d'un impôt sur la fortune portant sur le produit escompté, au lieu d'un impôt sur le revenu.
- Les successions et donations ne sont habituellement pas soumises à l'impôt personnel sur le revenu, mais font l'objet d'un impôt spécial sur les successions et donations. Les successions potentielles peuvent sinon être taxées indirectement, de manière anticipée, au moyen d'un impôt sur la fortune.

Les bases fiscales complémentaires qui poursuivent un objectif d'incitation sont des objets fiscaux ayant des effets externes négatifs. On y trouve par exemple les écotaxes ou les impôts frappant la consommation de tabac, d'alcool ou les jeux de hasard. Les taxes d'incitation n'ont qu'un caractère complémentaire dans la création de recettes, du fait de leur rendement limité.

3.1.3 Les transactions financières, bases d'imposition de moindre qualité

Les taxes sur les transactions financières existent depuis longtemps en Suisse, sous la forme de droits de timbre. Ces derniers avaient pour but de générer des recettes avec un minimum de frais d'exécution avant l'apparition de l'impôt sur le revenu puis de la TVA, deux formes d'imposition plus équitables qui poursuivent le même objectif fiscal en produisant moins d'effets de distorsion.

Au début du 20e siècle, les recettes de la Confédération reposaient essentiellement sur les droits de douane. Quand la Première Guerre a plongé les finances publiques dans une grave crise, le Conseil fédéral a proposé au Parlement de compléter les impôts cantonaux sur les transactions immobilières en créant la base constitutionnelle consacrant la perception d'impôts sur les transactions mobilières en faveur du fisc fédéral (BAUER-BALMELLI ET KÜPFER, 2019, Vorbemerkungen StG N2). Ce nouvel impôt a surtout grevé les transactions financières.

Dans son message, le Conseil fédéral explique que les impôts sur les transactions ont pour but l'imposition indirecte de la propriété et qu'elles doivent donc se concentrer sur les opérations servant à la formation ou à l'utilisation du capital et à la réalisation de bénéfices. Il y souligne que « les nouveaux besoins sont […] trop grands pour qu'ils puissent être couverts entièrement par des taxes de consommation ; étant donné les effets néfastes de la plupart des impôts de consommation qui pèsent plus lourdement sur les classes les moins aisées que sur les privilégiés de la fortune, […], il sera toujours plus nécessaire d'imposer davantage le revenu de la fortune, à titre de compensation pour le caractère exclusif des impôts frappant les objets de consommation de première nécessité »[7].

Étant donné qu'une transaction financière ne constitue qu'une réallocation de la fortune, elle ne crée pas de revenus et, partant, pas non plus de capacité économique. Elle doit néanmoins être financée par le revenu généré par les actifs sous-jacents à la transaction effectuée. Pour ce qui est de l'imposition selon la capacité économique, les impôts qui frappent les revenus de la fortune revêtant la forme de rendements des capitaux et de gains en capitaux sont donc mieux adaptés qu'une taxe sur les transactions financières.

À l'instar d'autres impôts qui frappent le revenu de la fortune ou la possession de la fortune, une taxe sur les transactions financières fausse le choix entre l'épargne et la consommation au détriment de l'épargne. Selon sa conception concrète, d'autres distorsions sont à prévoir :

---

[7] Message du Conseil fédéral à l'Assemblée fédérale du 11 décembre 1916 concernant adjonction d'un article 41bis et d'un nouvel alinéa sous litt. *g* à l'article 42 de la constitution fédérale (perception de droits de timbre), FF **1916** IV, pp. 554 à 556, 559s. et 572s. ; Message du Conseil fédéral à l'Assemblée fédérale du 16 mai 1917 concernant la promulgation d'une loi d'exécution de l'article 41bis de la constitution fédérale (loi fédérale sur les droits de timbre), FF **1917** III, p. 64 (cit. dans : BAUER-BALMELLI ET KÜPFER, 2019, Vorbemerkungen StG N2).

- une taxe sur les transactions financières peut entraver l'acquisition de capitaux pour les entreprises indigènes et aboutir à des baisses de salaire ou freiner la croissance des salaires réels, du fait de la moindre accumulation du capital, de modes de production moins intensifs en capital et de la baisse de la productivité du travail. Ce constat vaut par exemple pour le droit de timbre d'émission et le droit de timbre de négociation frappant les titres indigènes ;
- le droit de timbre sur la négociation des titres suisses ou étrangers porte préjudice à l'intermédiation financière indigène. Les marchés financiers étant très souples et, pour une part, très mobiles, une taxe sur les transactions des marchés financiers peut entraîner une migration de la prestation de services financiers de la place financière suisse vers l'étranger. Dans ce genre de cas, non seulement une telle taxe ne générerait aucune recette fiscale, mais la Suisse perdrait de surcroît de la création de valeur. Aussi, le droit de timbre de négociation prévoit-il plusieurs exceptions visant à limiter l'exode des transactions de l'intermédiation financière indigène vers des intermédiaires financiers étrangers.

Une taxe sur les transactions financières ne se justifie dès lors pas sous l'angle de l'objectif fiscal, sauf si la taxe :

- est de nature à combler une lacune du système d'imposition des revenus[8] ;
- peut être exportée dans une large mesure et serait ainsi supportées par des personnes étrangères et, dans une perspective nationale, n'affecterait pas la prospérité suisse[9] ;
- corrige les effets externes négatifs, de sorte qu'elle puisse être justifiée sous l'angle de l' objectif d'incitation.

3.2 Justification sous l'angle de l'objectif d'incitation

Dans ses réflexions sur les marchés boursiers d'après la Grande Dépression, KEYNES (1936) a été le premier à justifier les taxes sur les transactions financières sous l'angle de l'objectif d'incitation. Il préconisait d'introduire une telle taxe afin que les entreprises se concentrent davantage sur leurs perspectives à long terme que sur leur performance à court terme. TOBIN (1974, 1978) s'est inspiré de Keynes pour proposer en 1972, peu de temps après l'effondrement de l'étalon-or né des Accords de Bretton-Woods, une taxe uniforme au niveau mondial sur les transactions de change au comptant.

Le krach boursier de 1987 a relancé le débat, qui s'est recentré sur les marchés des titres. Tant STIGLITZ (1989) que SUMMERS ET SUMMERS (1989) ont plaidé en faveur de taxes sur les transactions sur titres destinées à prévenir les bulles d'actifs et à réduire la volatilité des marchés.

En substance, les partisans des impôts sur les transactions sur titres mettaient en avant deux arguments indépendants l'un de l'autre, soit la thèse de l'emploi des ressources et celle de l'effet de composition.

---

8 Tel est par exemple le cas du droit de timbre sur les primes d'assurance-vie, même si cette taxe n'est pas d'une très grande précision. Ses recettes compensent en partie l'exonération d'impôt sur le revenu des versements provenant d'assurances de capitaux susceptibles de rachat (art. 24, let. b, LIFD ; art. 7, al. 4, let. d, LHID), qui intervient lorsque la prestation d'assurance est versée à un assuré de 60 ans révolus, en vertu d'un contrat qui a duré au moins cinq ans et qui a été conclu avant le 66e anniversaire de ce dernier (art. 20, al. 1, let. a, LIFD ; art. 7, al. 1ter, LHID).

9 Le droit de timbre de négociation sur les titres étrangers perçu auprès des investisseurs privés étrangers peut être cité comme exemple historique d'un tel effet. Cet argument n'est toutefois plus d'actualité en raison de l'introduction de l'échange automatique de renseignements par-delà les frontières et du climat de pression concurrentielle accrue qui règne depuis lors.

3.2.1 Thèse de l'emploi des ressources

STIGLITZ (1989) et SUBRAHAMANYAM (1998) affirment que l'utilité privée de l'activité de collecte et d'exploitation de l'information nécessaire pour réagir plus vite aux mutations du marché l'emporte sur son utilité sociale. La perception d'une taxe sur ce genre d'activité améliorerait l'efficacité économique du marché, en décourageant une telle recherche de rente. L'introduction d'une taxe sur les transactions sur titres accroîtrait dès lors la prospérité, en mettant fin à ce gaspillage de ressources.

3.2.2 Thèse de l'effet de composition

STIGLITZ (1989) et SUMMERS ET SUMMERS (1989) font valoir qu'outre les investisseurs actifs rationnels et bien informés, qui corrigent par exemple les titres surévalués ou sous-évalués en adoptant une stratégie contraire au marché, et les investisseurs passifs non informés dont l'horizon de placement est à long terme, trop de *noise traders* mal informés se livrent à des opérations à court terme sur les marchés financiers. Au lieu de décider de leurs placements sur la base des fondamentaux du marché, ces *traders* à rétroaction positive (suiveurs de tendances) ne font que renforcer les erreurs d'évaluation commises. Ce faisant, ils créent une volatilité excessive par rapport à la volatilité fondamentale inévitable, laquelle résulte de l'évolution des paramètres influençant la valeur d'un titre. Dans la mesure où une volatilité excessive ajoute inutilement à l'incertitude économique, les activités de négoce des *noise traders* génèrent une externalité négative. Comme les partisans de la thèse de l'effet de composition estiment qu'une taxe sur les transactions sur titres réduirait davantage l'activité des *noise traders* que celles des commerçants de titres qui fondent leurs décisions sur des données fondamentales, une telle taxe modifierait les rapports de force entre les acteurs du marché (effet de composition). Le volume des transactions et la volatilité diminueraient, tandis que la fixation des prix gagnerait en efficience.

Alors que la thèse de l'emploi des ressources reste valable même quand tous les acteurs du marché font preuve d'un comportement rationnel, l'effet de composition part de l'idée que les *noise traders* ont un comportement de placement irrationnel.

3.2.3 Thèse de l'effet de liquidité

Les opposants à la taxe sur les transactions financières doutent de l'intérêt de l'effet de composition et craignent que l'effet de liquidité de la taxe ait des conséquences opposées à celles souhaitées. Cette opinion se fonde sur l'existence de fortes externalités en matière de liquidité qui pèsent sur les marchés financiers (voir par ex. B. PAGANO (1989)), faisant que de telles taxes ont d'importants effets indirects. SCHWERT ET SEGUIN (1993) s'attendent par exemple à un creusement de l'écart entre les cours acheteur et vendeur, sous l'effet conjugué de la contraction du chiffre d'affaires, de la hausse des frais de couverture et d'une possible augmentation de la sélection adverse[10]. Selon ROSS (1989), la liquidité du marché pâtira de l'absence d'investisseurs à court terme, car il sera nécessaire de détenir dans son portefeuille des positions onéreuses pour se procurer les liquidités requises. Il coûtera d'autant plus cher aux arbitragistes de corriger les erreurs d'évaluation, dont l'ampleur et la persistance auront tendance à augmenter. Autrement dit, les prix gagneront en volatilité, leur fixation sera moins efficace et un seul ordre risquera d'entraîner de plus grandes fluctuations de prix.

Le débat suscité par la taxe sur les transactions sur titres porte en bonne partie sur le poids respectif de l'effet de composition et de l'effet de liquidité et sur la manière dont ils se

---

[10] La sélection adverse est une forme de défaillance du marché qui tient à l'asymétrie de l'information entre les parties contractantes (par ex. acheteurs et vendeurs) en amont de la conclusion du contrat. Dans cette situation, un acteur du marché mieux informé profite de son savoir pour duper un autre acteur ne disposant pas des mêmes informations.

combinent. Le chiffre 4 se fait l'écho de ce débat, en examinant de près les effets d'une taxe sur les transactions sur titres.

4 Effets d'une taxe sur les transactions sur titres

4.1 Volume des transactions

Dans la littérature théorique, il est communément admis que les taxes sur les transactions sur titres font diminuer le volume des transactions, autrement dit le chiffre d'affaires généré par les titres taxés (SCHWERT ET SEGUIN,1993 ; KUPIEC, 1996 ; AMIHUD et al., 2005).

Cette appréciation trouve sa confirmation dans la littérature empirique. FUNKE et al. (2020, p. 21) ont compilé les données probantes d'une série d'études consacrées à la France, à l'Italie et au reste du monde. Selon eux, au cours du premier semestre et jusqu'à un an après l'introduction de la taxe, on peut s'attendre à une baisse générale du volume des transactions comprise entre 10 et 30 %, à supposer que le négoce des actions en bourse se déroule normalement, que la taxe ait été conçue selon les règles usuelles et qu'une méthode d'analyse robuste soit utilisée.

4.2 Liquidité du marché

La liquidité du marché désigne la capacité d'un marché financier à absorber les ordres d'achat et de vente sans modification significative des prix. Sur un marché illiquide, les ordres d'achat tendent à faire grimper le prix des transactions tandis que les ordres de vente le font baisser. Dans les cas extrêmes, l'écart se creuse au point que la transaction n'en vaut pas la peine ou n'est pas réalisable, et le marché se fige. En d'autres termes, sur un marché illiquide le meilleur prix auquel un titre peut être acheté (*ask price* ; cours vendeur) est sensiblement plus élevé que le meilleur prix auquel il peut être vendu (*bid price* ; cours acheteur). La différence entre ces deux prix, soit l'écart entre les cours acheteur et vendeur, sert fréquemment à mesurer le degré d'illiquidité. La liquidité varie d'un titre à l'autre et dans le temps, avec des écarts moyens plus élevés dans les périodes d'incertitude (FOUCAULT et al., 2024, p. 2s.).

La théorie de la microstructure des marchés financiers a identifié différents facteurs qui déterminent l'écart entre les cours acheteur et vendeur[11]. Il convient de distinguer ici deux grands mécanismes de négociation, à savoir les marchés dirigés par les ordres (*limit order market* ou marché aux enchères), où les investisseurs fixent la limite de cours, et les marchés dirigés par les prix (*dealer market*), où ce sont les commerçants qui fixent les prix. Dans la pratique, tous les marchés des titres font appel à ces deux mécanismes de base (FOUCAULT et al., 2024, p. 17s.).

- Sur les marchés dirigés par les ordres, tous les acteurs du marché (investisseurs finaux et intermédiaires) interagissent de manière directe et multilatérale sur une plate-forme de négociation ; leurs enchères et offres sont classées par ordre de prix et consignées dans un carnet d'ordres à cours limité (*limit order book*, LOB), avec pour résultat que les enchères les plus élevées et les offres les moins chères ont de meilleures chances d'être exécutées. Comme tous les participants ont la possibilité de négocier entre eux, les plates-formes de négociation basées sur ce mécanisme sont parfois qualifiées de systèmes de négociation ouverte à tous les acteurs (*all-to-all trading*)[12].

---

[11] Voir par ex. B. STOLL, 2002, p. 10 ; FOUCAULT et al., 2024, p. 85.

[12] De telles plates-formes de négociation s'utilisent pour les marchés d'actions et de dérivés (par ex. options et futures) (FOUCAULT et al, 2024, p. 18).

- Sur les marchés dirigés par les prix, les investisseurs finaux ne peuvent négocier qu'aux cours acheteur et vendeur fixés par les intermédiaires spécialisés, soit les *dealers* ou les teneurs de marché *(market makers)*. Comme les prix donnent souvent lieu à des négociations bilatérales entre les commerçants et les investisseurs (ou leurs courtiers), ces marchés sont fréquemment appelés *over the counter* (OTC), ancienne expression se référant aux ventes décentralisées ayant généralement lieu au guichet d'un établissement[13]. Sous l'effet de l'automatisation et de la réglementation, de tels marchés de gré à gré ont considérablement évolué ces dernières années, avec l'apparition de systèmes ouverts permettant à tous les investisseurs de négocier directement entre eux et de demander plusieurs offres à la fois (*request for quote*, RFQ). En outre, les commerçants utilisent désormais des carnets d'ordres électroniques pour négocier entre eux sur les marchés dits « intercourtiers » (*interdealer markets*).

Sur les marchés dirigés par les prix, les facteurs présentés ci-après déterminent l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur.

1. Coûts de traitement des ordres (*order handling costs*) : les commerçants qui fournissent de la liquidité aux marchés et qui assurent ainsi la continuité des activités supportent des coûts de traitement des ordres d'achat et de vente (*order handling*), pour lesquels ils ont besoin d'être rémunérés. Ces coûts comprennent le travail et le capital nécessaires à la fourniture d'informations sur les cotations (*information*), à la transmission des ordres (*routing*) et à leur exécution (*execution*) ainsi qu'aux activités de compensation et de règlement (*clearing and settlement*). Sur un marché sans négociant, où les seuls écarts tiennent aux ordres à cours limité, les coûts de traitement des ordres seront nécessairement moins élevés que sur des marchés où des courtiers professionnels gagnent leur vie.
2. Fixation non concurrentielle des prix : l'écart entre les cours acheteur et vendeur ne résulte pas nécessairement d'une fixation concurrentielle des prix. Les teneurs de marché peuvent très bien s'arranger entre eux ou établir des réglementations, afin par exemple d'augmenter la variation minimale de prix possible entre deux cours consécutifs (*tick*).
3. Risque lié aux propres stocks (*inventory risk*) : en tant que prestataires d'une exécution immédiate des ordres (*immediacy*), les commerçants, qui achètent au cours vendeur pour revendre au cours acheteur, s'exposent à ce que leurs propres positions connaissent des fluctuations de valeur. Ce risque tient aux informations défavorables susceptibles d'être mises en circulation alors qu'ils ont déjà constitué leurs propres stocks. La valeur attendue de telles informations a beau être nulle, l'incertitude crée un risque pour lequel de tels prestataires souhaitent être indemnisés[14].
4. Option de conclure librement la transaction (*free trading option*) : la fixation d'un cours acheteur ou vendeur permet aux autres acteurs du marché de négocier sur la base de nouvelles informations rendues publiques avant que les cours ne puissent être modifiés pour refléter ces informations. Les cours doivent par conséquent s'écarter du prix consensuel, ce qui est l'unique manière de tenir compte du coût de l'option accordée. L'option déploie ses effets quand des informations défavorables paraissent avant la transaction et que les cotations ne peuvent être adaptées à temps.
5. Information privée : il peut arriver que certains investisseurs soient mieux informés que d'autres. Dans ce genre de cas, l'acteur du marché qui définit un cours fixe sera perdant face à un investisseur disposant de plus d'informations. L'effet de sélection inverse

---

[13] Les titres à revenu fixe (par ex. obligations d'État, obligations d'entreprises ou swaps de taux d'intérêts), les devises et les crédits interbancaires sont souvent négociés de cette manière (FOUCAULT et al, 2024, p. 18).

[14] STOLL (1978) a été le premier auteur à mettre en relation les marges entre les cours demandé et offert et les coûts de stockage.

apparaît lorsqu'une transaction est effectuée sur la base d'informations privées qui ne sont découvertes qu'après la négociation. Les fournisseurs de liquidité exigent dès lors une compensation, destinée à combler leurs pertes potentielles dues aux transactions conclues avec des investisseurs mieux informés[15].

À la différence des marchés dirigés par les prix, les marchés dirigés par les ordres à cours limité ne présentent pas de dichotomie stricte entre les commerçants qui « font » le marché en fixant les cours et ceux qui le « remportent » en acceptant l'offre en place : chaque acteur du marché peut effectuer les transactions qu'il souhaite en soumettant des ordres à cours limité, des ordres au mieux ou une combinaison des deux. Autrement dit, la mise à disposition de liquidités n'incombe pas exclusivement à un groupe de teneurs de marché (FOUCAULT et al., 2024, p. 202s.)

Les ordres à cours limité ont l'avantage de permettre aux investisseurs de tirer des revenus des liquidités qu'ils mettent à disposition, au lieu d'avoir à payer pour la liquidité consommée. Cet avantage s'accompagne toutefois de deux inconvénients (FOUCAULT et al., 2024, p. 203), qui sont résumés ci-après :

1. Les donneurs d'ordre risquent de perdre de l'argent face à des acteurs mieux informés, notamment si de nouvelles informations apparaissent sur le marché. S'ils tardent à actualiser (ou annuler) leurs ordres à cours limité, ces acteurs du marché risquent de négocier à un prix obsolète avec des investisseurs plus prompts à réagir aux dernières nouvelles. L'effet de l'option tel qu'il a été décrit plus haut est particulièrement marqué sur les marchés dirigés par les ordres à cours limité, et l'apparition du négoce à haute fréquence l'a encore exacerbé.
2. Les ordres à cours limité comportent un risque de non-exécution. Il est par exemple très peu probable qu'un ordre de vente à cours limité soit exécuté si son prix n'est pas suffisamment attrayant. Or la non-exécution a un coût : la gestion des ordres prend du temps et des frais sont même parfois facturés pour l'introduction et la modification des ordres, et des coûts d'opportunité sont susceptibles d'apparaître.

Comme au vu des effets exposés ci-dessus l'écart entre les cours acheteur et vendeur s'avère positif aussi bien sur les marchés dirigés par les prix que sur les marchés dirigés par les ordres, les marchés financiers ne sont pas entièrement liquides. Les ordres d'achat poussent les prix à la hausse, tandis que les ordres de vente les font baisser. En outre, plus le volume de l'ordre est important et plus le mouvement des prix sera fort. La dynamique des prix qui s'ensuit varie toutefois en fonction de la source d'illiquidité des marchés (FOUCAULT et al, 2024, p. 85, p. 126 s.).

- Dans la mesure où l'écart entre les cours acheteur et vendeur vise à compenser les coûts dus à la sélection adverse permise par des informations privées, il influence durablement le prix d'un ordre, car il amène le fournisseur de liquidité à réviser son estimation de la valeur du titre.
- Si l'écart vise toutefois à compenser le coût de traitement des ordres ou le risque inhérent aux propres stocks, son effet sur le prix d'un ordre n'est que temporaire.

---

[15] Le modèle de GLOSTEN ET MILGROM (1985) consacré à l'asymétrie de l'information sur les marchés a fait des émules. EASLEY ET O'HARA (1992) ont examiné en détail le risque d'incertitude des événements relevant de l'information. En pareil cas, les commerçants de titres ont beaucoup à apprendre non seulement du flux des ordres, mais aussi du volume de transactions, soit du nombre total d'accords conclus durant une période donnée. Le modèle de Glosten et Milgrom insiste sur le fait que les fournisseurs de liquidité sont moins bien informés que certains demandeurs de liquidité. CALCAGNO ET LOVO (2006) proposent par contre une analyse théorique des situations où certains commerçants de titres sont mieux informés que d'autres. Dans un tel cas, les cotations s'avèrent informatives et non le flux des ordres. Tant les preuves expérimentales de BLOOMFIELD et al. (2005) que les preuves empiriques de BROGAARD et al. (2019) indiquent que sur les marchés des titres, les cotations renferment de précieuses informations, au même titre que les flux d'ordres.

- Dans le cas des coûts de traitement des ordres, un ordre d'achat fait temporairement grimper le prix des transactions. Il s'agit d'un effet de très courte durée, et la dynamique du prix des transactions ne présente que brièvement une autocorrélation négative.
- Dans le cas de la compensation du risque inhérent aux propres stocks, la réaction de prix à un ordre d'achat est également positive à court terme et, là encore, un renversement de prix apparaît. Toutefois, l'impact sur le prix s'estompe lentement, au fur et à mesure que les stocks se rapprochent de leur niveau cible. Là encore, les rendements devraient donc présenter une autocorrélation négative, mais avec une fréquence plus faible et sur des périodes plus longues que dans le cas des coûts de traitement des ordres.

Lorsqu'ils interviennent simultanément, ces effets contribuent ensemble aux répercussions à court terme sur les prix des ordres de transactions. En l'occurrence, le renversement de prix lié au coût du traitement de l'ordre a lieu très vite, et celui lié au coût du propre stock commercial s'opère progressivement. À plus long terme, seul perdure l'effet d'information à l'origine de la sélection adverse (FOUCAULT et al., 2024, p. 127).

Plus la probabilité qu'un ordre de transaction résulte d'une information privée est grande, et plus l'écart entre les cours acheteur et vendeur dû à l'effet de sélection adverse qui en découle aura tendance à augmenter. À supposer qu'une taxe réduise le volume des transactions financières, celles qui sont dues à des raisons fondamentales ne seraient pas les premières touchées. En ce sens, la probabilité qu'une transaction soit motivée par la sélection adverse rendue possible par l'information privée serait d'autant plus grande. Pour se protéger face à ce risque accru, les teneurs de marché reverraient à la hausse l'écart entre les cours acheteur et vendeur, ce qui aurait pour conséquence que les suppléments de prix usuels prélevés sur chaque transaction renchériraient, et donc que la volatilité des prix augmenterait.

Ces dernières années, des teneurs de marché « à haute fréquence » sont apparus. Ceux-ci automatisent la publication de leurs cours et tirent parti de leur accès rapide à différentes plates-formes de négociation ou sources d'information pour gérer avec une efficacité maximale le risque lié à leurs stocks commerciaux. Par conséquent, ils ne conservent leurs stocks que pour une période très courte[16]. Selon FOUCAULT et al. (2024, p. 127), cela indiquerait qu'au cours des dernières années, les commerçants ont retrouvé plus rapidement leurs stocks et leurs prix moyens. À l'inverse, la diminution, voire l'éviction, pour des raisons fiscales du négoce à haute fréquence creuserait encore l'écart entre les cours acheteur et vendeur, en raison du risque lié aux propres stocks, ce qui réduirait la liquidité du marché et ralentirait le processus de fixation des prix. La volatilité des prix augmenterait également dans ce contexte.

Des études théoriques suggèrent que des coûts de transaction plus élevés ralentissent le processus de fixation des prix et affectent la liquidité du marché. Selon ces études, en réduisant le volume des transactions effectuées, les taxes sur les transactions sur titres entraînent généralement aussi une diminution de la liquidité du marché, définie comme l'effet sur les prix d'une opération donnée (AMIHUD ET MENDELSON, 1992 ; KUPIECS, 1996). Une liquidité moindre risquerait à son tour de ralentir la fixation des prix, à savoir le processus au cours duquel les marchés financiers intègrent dans le prix des actifs cotés l'impact des nouvelles informations pertinentes (FROOT ET PEROLD, 1995 ; FRINO ET WEST, 2003).

On trouve dans la littérature empirique des analyses fondées sur les deux indicateurs standard de liquidité (écarts entre cours acheteur et cours vendeur ; ratio d'illiquidité d'Amihud)[17]. Pour

---

[16] Voir par ex. l'analyse probante de MENKVELD, 2013.

[17] AMIHUD (2002) a proposé, pour mesurer le degré d'illiquidité d'une action donnée, de se baser sur le rapport entre son rendement journalier absolu et son volume quotidien de transactions en unités monétaires, en moyenne annuelle.

la France, GOMBER et al. (2016) signalent un net recul de la liquidité. La plupart des études aboutissent toutefois à un tableau nuancé, dans lequel une partie seulement des variables est significative et l'autre ne l'est pas (MEYER et al., 2015 ; SRAMKO, 2015 ; CAPELLE-BLACHARD ET HAVRYLCHYK, 2016 ; COELHO, 2016 ; COLLIARD ET HOFFMANN, 2017). BECCHETTI et al. (2014) sont les seuls auteurs à n'avoir constaté aucun effet tangible.

Dans le cas de l'Italie, tant les travaux de RÜHL ET STEIN (2014), que ceux de HVOZDYK ET RUSTANOV (2016) et ceux de CAPPELLETTI et al. (2017) permettent de conclure que la liquidité s'est détériorée. Toutefois, SRAMKO (2015) et COELHO (2016) n'ont pour leur part identifié aucun effet significatif, et cela avec les deux indicateurs utilisés.

Pour ce qui est des études consacrées à d'autres pays, elles constatent que les marchés sont devenus plus illiquides depuis la mise en place de taxes sur les transactions. C'est notamment ce que relèvent les études réalisées pour la Suède (UMLAUF, 1993), pour la Chine (BALTAGI et al., 2006), pour le Japon (LIU, 2007), pour l'Inde (SAHU, 2008) et pour les États-Unis (POMERANETS ET WEAVER, 2018).

En résumé, selon FUNKE et al. (2020, p. 23), les taxes sur les transactions financières ont entraîné en France et, surtout, en Italie une (légère) réduction de la liquidité. Une telle évolution serait tout à fait typique en comparaison internationale.

En ce qui concerne l'influence du négoce à haute fréquence sur la liquidité du marché, CONRAD et al. (2015) relèvent que cette activité fait ressembler le cours des prix à une marche aléatoire et qu'elle réduit significativement les coûts de transaction sur le marché. HENDERSHOTT et al. (2011) considèrent que l'arrivée des *traders* algorithmiques améliore aussi bien la liquidité que le contenu informatif des enchères. BROGAARD et al. (2014) ont pu prouver que le négoce à haute fréquence fait peser les coûts de la sélection adverse sur les autres participants au marché. Il a toutefois aussi des effets positifs sur l'efficience des prix, car les *traders* à haute fréquence prennent le contrepied des anomalies de marché temporaires, tout en accélérant le mouvement vers un nouveau prix permanent en suivant les tendances de fond. Par ailleurs, le négoce à haute fréquence fournit de la liquidité, les jours où les nouvelles macroéconomiques rendent les marchés particulièrement volatils.

4.3 Fixation des prix

La fixation des prix fait référence à la rapidité et à la précision avec lesquelles les prix des transactions intègrent les nouvelles informations à disposition des acteurs du marché (FOUCAULT et al., 2024, p. 3).

Les études consacrées à l'impact que les taxes sur les transactions sur titres peuvent avoir sur le processus de fixation des prix examinent en général les modifications de l'autocorrélation des rendements du marché en réponse aux modifications fiscales. En théorie, une tarification efficace suppose une autocorrélation nulle ou très faible, l'évaluation du marché intégrant immédiatement les nouvelles informations (MATHESON, 2011, p. 18).

Selon la thèse de l'effet de composition, la fixation des prix est plus efficace lorsqu'il y a davantage d'investisseurs rationnels que de *noise traders* sur le marché. Par conséquent, l'éviction d'une partie significative de ces derniers sous l'effet de la taxe rendrait la fixation des prix plus efficace, et l'autocorrélation des rendements diminuerait. Selon la thèse de l'effet de liquidité, la taxe entraînerait un assèchement de la liquidité du marché et, comme le négoce serait plus lent à intégrer les nouvelles informations, il en résulterait une plus grande autocorrélation des rendements.

LIU (2007) affirme que la réduction au Japon, en 1989, de la taxe frappant les transactions a réduit l'autocorrélation de premier ordre observée dans les variations du cours des actions japonaises. Le niveau d'autocorrélation s'était alors davantage rapproché de celui des

certificats de dépôt japonais non taxés qui sont négociés sur le marché des actions américain[18]. De même, BATALGI et al. (2006) concluent qu'un relèvement de taux de la taxe chinoise sur les transactions sur titres a pour effet d'augmenter l'autocorrélation des rendements. COLLIARD ET HOFFMANN (2017) ont également constaté, dans le sillage de l'introduction de la taxe française sur les transactions financières, que les cotations des actions concernées affichaient une plus forte autocorrélation que celles du groupe de contrôle.

La littérature empirique relève ainsi une corrélation positive entre une taxe sur les transactions sur titres et l'autocorrélation, ce qui plaide contre une telle taxe puisqu'elle réduirait l'efficacité des marchés financiers.

4.4 Volatilité

MATHESON (2011, p. 20) fait la distinction entre deux formes de volatilité qu'une taxe sur les transactions sur titres est susceptible d'influencer, à savoir la volatilité des prix à court terme[19] et les fluctuations à long terme du prix des actifs qui, poussées à leur paroxysme, peuvent aboutir à des bulles et à des krachs.

4.4.1 Impact sur la volatilité des prix à court terme

La relation qui, en théorie, devrait exister entre une taxe sur les transactions sur titres et la volatilité des prix à court terme est loin d'être claire. L'effet net dépend de la microstructure du marché ainsi que de la composition des échanges commerciaux, soit de la prédominance de l'effet de liquidité ou de l'effet de composition. MATHESON (2011, p. 20) décrit les effets contraires observés de la manière suivante : dans la mesure où les taxes sur les transactions sur titres réduisent le volume des transactions, elles réduisent généralement aussi la liquidité du marché et certaines transactions auront tendance à renchérir, accroissant du même coup la volatilité des prix. Si la taxe décourage les *noise traders,* qui déstabilisent les marchés en agissant sur la base d'informations imprécises ou irrelevantes, la volatilité aura tendance à diminuer. Une telle taxe peut toutefois aussi bien freiner l'activité des commerçants de titres et des arbitragistes bien informés, qui ont tendance à rapprocher les prix de leurs valeurs fondamentales. Par ailleurs, comme les activités des *noise traders* contribuent à la liquidité du marché, leur éviction du marché n'aurait pas que des effets positifs[20].

Selon MATHESON (2011, p. 20), la taxe sur les transactions sur titres a pour défaut rédhibitoire de ne pas faire la distinction entre les activités commerciales ayant un effet stabilisateur et les autres, ce qui a conduit de nombreux experts à ne pas en vouloir.

---

[18] Un certificat de dépôt (*depositary receipt*, DR) est une forme de produit financier négociable, permettant aux investisseurs de détenir des actions d'une société anonyme étrangère. Les actions sont représentées par un certificat physique et se négocient sur les bourses nationales. Le certificat de dépôt américain (*American depositary receipt,* ADR) en est le principal exemple, mais on pourrait encore citer les certificats de dépôt mondiaux (*global depositary receipt,* GDR) ou les certificats de dépôt internationaux (*international depositary receipt*, IDR). Les ADR sont généralement négociés sur une bourse américaine comme la bourse de New York (NYSE) tandis que les GDR sont habituellement cotés à Londres (LSE).

[19] KUPIECS (1996) fait déjà la distinction entre la volatilité des prix à court terme et la volatilité des rendements ; il montre ainsi que l'introduction d'une taxe sur les transactions sur titres réduirait certes la volatilité des prix, mais que la baisse du prix des actifs ferait sensiblement augmenter la volatilité des rendements, laquelle revêt une plus grande importance aux yeux des investisseurs.

[20] Les preuves expérimentales réunies par BLOOMFIELD et al. (2009) jettent le doute sur l'idée voulant qu'une taxe générale touche davantage les *noise traders* que les autres acteurs du marché.

SONG ET ZHANG (2005) ainsi que PELLIZZARI ET WESTERHOFF (2007) présentent des modèles théoriques montrant qu'en fonction de la structure du marché, une taxe sur les transactions sur titres aura pour effet d'en renforcer ou d'en atténuer la volatilité[21].

Comme les modèles théoriques ne parviennent pas à déterminer les effets que les taxes sur les transactions sur titres pourraient avoir sur la volatilité à court terme, force est de procéder ici à une analyse empirique. La méthode la plus répandue pour mesurer la volatilité est l'écart-type des rendements des actions ou des prix des actions au cours d'un intervalle prédéfini. Les autres formules connues comprennent l'estimateur de la volatilité de Schwert, l'estimateur de la valeur extrême de Parkinson et la volatilité de Garman Klass (FUNKE et al., 2020, note 9).

Le tableau 1 passe en revue les récentes études consacrées aux taxes sur les transactions sur titres introduites en France et en Italie, dès lors qu'elles reposent sur des méthodes modernes et des stratégies d'identification irréprochables (FUNKE et al., 2020, p. 22)[22]. La plupart des études portant sur la taxe française n'ont pas trouvé d'effet significatif sur la volatilité (SRAMKO 2015 ; CAPELLE-BLANCHARD ET HVRYLCHYK 2016 ; COELHO 2016 ; GOMBER et al. 2016 ; COLLIARD ET HOFFMANN 2017). BECCHETTI et al. (2014) constatent même une baisse de volatilité. Aucune étude consacrée à la France ne constate une augmentation significative de la volatilité. Quant à la taxe adoptée par l'Italie, deux études ne signalent aucun effet significatif (SRAMKO 2015 ; HVOZDYK ET RUSTANOV 2016) et trois autres parlent d'une augmentation de la volatilité (RÜHL ET STEIN 2014 ; COELHO 2016 ; CAPPELLETTI et al. 2017). Aucune étude consacrée à l'Italie ne parle toutefois de recul de la volatilité.

---

[21] Par exemple, le modèle de Song et Zhang (2005) relève que si l'effet de liquidité devient gênant, les commerçants bien informés réduiront leur activité de négoce en réaction à la moindre liquidité. Dans ce cas, la volatilité augmentera et l'efficacité des prix sera moindre. D'autres modèles d'équilibre parviennent aussi à la conclusion que les effets de la taxe sur les transactions financières sont loin d'être clairs. Selon DOW ET RAHI (2000), une telle taxe n'aurait un effet positif sur la valeur informative des prix que si les commerçants bien informés se montraient moins réticents à prendre des risques que les commerçants non informés. De même, SUBRAHMANYAM (1998) décrit une situation dans laquelle une taxe sur les transactions financières ne réduit la liquidité du marché que si les commerçants sont suffisamment nombreux à être bien informés de la situation.

[22] Méthode des doubles différences, appariement par score de propension et analyses de régression sur discontinuité notamment (FUNKE et al., 2020, note 10).

Tableau 1 Études empiriques consacrées aux taxes sur les transactions sur titres introduites en France et en Italie

Étude	Pays	Méthodes	Période d'observation	Volatilité		Liquidité	
				Mesure	Effet	Mesure	Effet
BECCHETTI et al. (2014)	France	DD, ASP, RD	± 15, 30, 45, 60, 90 jours	Schwert, Parkinson	Baisse	Écart offre / demande, Amihud, quota de vente	Aucun effet
RÜHL ET STEIN (2014)	Italie	DD	± 4 mois	RAA, écart-type	Hausse	Écart offre / demande, volume des transactions	Demi-teinte
MEYER et al. (2015)	France	DD, ASP	± 4 mois			Divers écarts offre / demande, chiffres-clés de l'activité commerciale	Demi-teinte
SRAMKO (2015)	France Italie	DD	± 15, 30, 90, 180 jours	Parkinson, Garman-Klass	Aucun effet Aucun effet	Écart offre / demande, Amihud, chiffres-clés de l'activité commerciale	Demi-teinte Aucun effet
CAPELLE-BLANCHARD ET HAVRYLCHYK (2016)	France	DD, ASP, RD	± 6 mois	Rendements, Parkinson	Aucun effet	Écart offre / demande, chiffres-clés de l'activité commerciale	Demi-teinte
COELHO (2016)	France Italie	DD	± 4 mois	Écart-type	Aucun effet Hausse	Écart offre / demande, Amihud, quota de vente	Demi-teinte Aucun effet
GOMBER et al. (2016)	France	DD	± 10, 60, 180 jours	Écart-type, Parkinson	Aucun effet	Écart offre / demande, chiffres-clés de l'activité commerciale	Baisse
HVOZDYK ET RUSTANOV (2016)	Italie	MCO, MW, Levene	± 2 mois	Écart-type, Schwert	Aucun effet	Écart offre / demande	Baisse
CAPELLETTI et al. (2017)	Italie	DD	12 mois avant, 6 mois après	Écart-type, Parkinson	Hausse	Écart offre / demande, nombre d'actions négociées	Demi-teinte
COLLIARD ET HOFFMANN (2017)	France	DD	± 5 mois	Volatilité réalisée, Parkinson	Aucun effet	Divers écarts offre / demande, volume des transactions	Demi-teinte

Explications : « aucun effet » signifie que les résultats étaient en bonne partie insignifiants ou pas suffisamment robustes par rapport aux changements apparus dans le groupe examiné (« échantillon fractionné » par ex. selon la taille des entreprises ou les segments du marché), aux groupes de contrôle, à la période d'observation ou à la méthode utilisée. Un effet en « demi-teinte » signifie que certaines variables étaient significatives et d'autres non, ce qui n'a pas permis d'obtenir une image claire. Dans le cas des études affichant des effets significatifs pour la liquidité, le recul calculé allait de 2 % seulement à plus de 50 %. DD = méthode des doubles différences. RD = analyse de régression sur discontinuité. ASP = appariement par score de propension. RAA = rendement absolu annualisé. MCO = moindres carrés ordinaires. MW = test de Mann-Whitney.

Source : FUNKE et al. (2020, p. 26)

Les études consacrées à d'autres pays répertoriées dans le tableau 2 aboutissent à un tableau en demi-teinte, avec une légère tendance à l'augmentation de la volatilité. Une ancienne étude transversale (23 pays, entre 1987 et 1989) n'a révélé aucun effet (ROLL, 1989). HU (1998) le confirme pour quatre marchés asiatiques (de 1974 à 1994), SAPORTA ET KAN (1997) pour le Royaume-Uni (1955–1995), SAHU (2008) pour l'Inde (2004), LIU ET ZHU (2009) pour le Japon (1999) et CIPRIANI ET GUARINO (2008) à propos d'une expérience en laboratoire avec des bourses fictives. Par contre, UMLAUF (1993) a constaté une volatilité accrue pour la Suède, JONES ET SEGUIN (1997) pour le droit de timbre britannique, POMERANETS ET WEAVER (2018) pour les taxes new-yorkaises et américaines (1982–1983), et BALTAGI et al. (2006) pour la Chine. Enfin, HAU (2006) montre que dans les années 1990, l'augmentation du coût des transactions à la bourse parisienne avait accru la volatilité du négoce en cours de journée des actions.

Tableau 2 Études empiriques consacrées aux taxes sur les transactions sur titres : études plus anciennes ou réalisées hors d'Europe

Étude	Pays	Période	Objet de l'étude	Méthodes	Volatilité		Liquidité	
					Mesure	Effet	Mesure	Effet
HAU (2006)	France	2004	Règles pour les échelons de cotation des actions	Noyau, MCO, FGLS	Variance du rendement, GARCH, cours extrêmes	Hausse		
FOUCAULT et al (2011)	France	1998-2002	Hausse du coût des opérations à terme sur actions	DD	Écart-type	Baisse	Autocovariance, Amihud, écart offre / demande	Baisse
ROLL (1989)	Plusieurs pays	1987-1989	Taxes sur les transactions sur actions, 23 pays	MCO	Écart-type de rendement	Aucun effet		
UMLAUF (1993)	Suède	1984-1986	Introduction et modifications de la taxe sur les transactions sur actions	Étude descriptive, test t	Variance du rendement	Aucun effet	Volume de transactions, parts de marché	Baisse
JONES ET SEGUIN (1997)	USA	1974-1976	Fin du taux de commission actions NYSE	DD-MCO	Rendement absolu, écart-type de rendement	Hausse		
SAPORTA ET KAN (1997)	Royaume-Uni	1963-1986	Diverses modifications de la taxe sur les transactions sur actions	GARCH	Variance conditionnelle du rendement	Aucun effet		
HU (1998)	Plusieurs pays	1977-1993	Taxes sur les transactions sur actions à HKG, JPN, KOR, TWN	Étude descriptive, test t	Écart-type de rendement	Aucun effet	Volume d'activité boursière	Aucun effet
BALTAGI et al. (2006)	Chine	1997	Hausse de la taxe sur les transactions sur actions	Levene, GARCH	Variance du rendement, GARCH	Hausse	Valeur commerciale	Baisse
CHOU ET WANG (2006)	Taïwan	1999-2001	Baisse de la taxe sur les transactions sur dérivés	GMM System Switching	Cours extrêmes Parkinson, volatilité réalisée	Aucun effet	Écart offre / demande, volume de transactions	Baisse
LIU (2007)	Japon	1989	Diverses modifications de la taxe sur les transactions sur actions	MCO			Autocorrélation, volume de transactions	Baisse
PHYLAKIS ET ARISTIDOU (2007)	Grèce	1998-2000	Diverses modifications de la taxe sur les transactions sur actions	GARCH	Variance conditionnelle du rendement	Hausse		
SAHU (2008)	Inde	2004	Introduction de la taxe sur les transactions sur actions	ARCH	Volatilité conditionnelle du marché	Aucun effet	Volume de transactions, parts de marché	Baisse
LIAU et al. (2012)	Taïwan	1998-2007	Baisse de la taxe sur les transactions sur dérivés	GARCH	Volatilité à court et long terme	Hausse		
POMERANETS ET WEAVER (2018)	USA	1932-1981	Modifications de la taxe sur les transactions sur actions, New York et États-Unis	Panel-MCO	Écart-type de rendement	Aucun effet	Holden Spread, Amihud	Baisse

Source : FUNKE et al. (2020, p. 50)

FUNKE et al. (2020, p. 22) résument comme suit l'évidence empirique : les effets de la volatilité des taxes sur les transactions restent peu clairs. En France, ces effets se sont faits moins sentir qu'en Italie, mais ils n'étaient guère prononcés dans les deux pays. Dans les comparaisons internationales, les preuves d'une augmentation de la volatilité dans le sillage

des taxes sur les transactions l'emportent, même si les plus anciennes études laissent souvent à désirer sur le plan méthodologique. PICHLER (2019, p. 15) constate toutefois que les études empiriques ne permettent pas de prouver qu'une taxe sur les transactions financières ou sur les transactions sur titres réduise la volatilité.

Il convient donc de retenir qu'une taxe sur les transactions sur titres ne permet pas de faire la distinction entre les activités commerciales qui ont un effet stabilisateur sur le marché et celles qui ont un effet déstabilisateur, et que les preuves empiriques manquent pour affirmer qu'une taxe sur les transactions sur titres diminue la volatilité.

4.4.2 Impact sur la volatilité des prix à long terme (bulles et krachs)

Selon BRUNNERMEIER ET OEHMKE (2012, p. 3 s.), presque toutes les crises financières se déroulent en deux temps, avec (i) une phase initiale où des bulles et des déséquilibres apparaissent, et (ii) une phase de crise, au cours de laquelle les risques accumulés en arrière-plan se matérialisent et la crise éclate.

- Durant la phase initiale, des bulles d'actifs et des déséquilibres se forment. La plupart du temps, ces déséquilibres se creusent lentement en arrière-plan et la volatilité est faible. Il est alors souvent difficile de détecter les déséquilibres qui aboutiront à une crise financière. Pour justifier l'essor des prix des actifs, on invoquera souvent par exemple l'évolution technologique, la libéralisation du marché ou encore l'innovation financière. Toutefois, lorsque la bulle prend de l'ampleur, il devient clair que les améliorations fondamentales ayant pu expliquer une hausse initiale des prix des actifs n'ont plus rien à voir avec l'envol des cours.
- La phase de crise survient lorsqu'un événement provoque l'éclatement de la bulle. Le vrai problème tient moins à la correction de prix en soi qu'au fait que cette correction nécessaire n'intervient souvent que très tard, au moment où des risques et de graves déséquilibres se sont déjà accumulés. L'événement déclencheur, qui catalysera la crise, n'a pas besoin d'avoir une grande portée économique[23]. D'autres facteurs d'amplification font que même de modestes événements peuvent provoquer une grave crise financière et une récession.

L'endettement constitue un important mécanisme d'amplification. Si le recours à l'emprunt a encore accru les déséquilibres durant la phase initiale de la bulle, l'effort de désendettement nécessaire sera d'autant plus grand après l'éclatement des bulles de crédit. Une telle situation renforce encore la crise (BRUNNERMEIER ET OEHMKE, 2012, p. 5)[24].

Par contre, les coûts de transaction ne sont certainement pas un facteur décisif dans ce contexte (MATHESON, 2011, p. 21s.). En effet, des bulles et des effondrements se produisent également sur les marchés immobiliers où les coûts de transaction, impôts compris, sont extrêmement élevés par rapport à ceux des titres, atteignant généralement plusieurs points de pourcentage. On peut en déduire qu'une taxe sur les transactions sur titres n'empêchera pas les bulles d'investissements.

Il incombe aux teneurs de marché intervenant dans le négoce et aux investisseurs professionnels agissant comme arbitragistes de corriger les évaluations surfaites ou trop basses. Les arbitragistes incluent les gestionnaires de *hedge funds* et de fonds d'investissement, qui exercent la même fonction que les teneurs de marché bien qu'avec une moindre fréquence – à des intervalles de quelques heures voire plusieurs semaines

---

[23] Par exemple, le marché des hypothèques « pourries » à l'origine de la crise financière de 2008 ne représentait qu'environ 4 % du marché américain des hypothèques (BRUNNERMEIER ET OEHMKE, 2012, p. 4).

[24] La littérature scientifique resitue généralement dans les cycles de crédit les bulles et les krachs, qui proviennent d'abus de l'effet de levier ; voir par ex. ALLEN ET GALE, 2000 ; AKERLOF ET SHILLER, 2008 ; REINHART ET ROGOFF, 2009. À l'exception toutefois de la bulle technologique, qui n'avait pas été alimentée par le crédit quand elle a éclaté au cours de l'année 2000. Bien qu'elle ait entraîné une importante destruction de valeur, son impact sur l'économie réelle est demeuré assez faible (BRUNNERMEIER ET OEHMKE, 2012, p. 5).

(FOUCAULT et al., 2024, p. 394s.). Si, par exemple, des *traders* mal informés provoquent un afflux d'ordres de vente qui ramènent le prix du marché en dessous de ses fondamentaux, ces investisseurs professionnels en profiteront pour compléter leur portefeuille ; à l'inverse, en réaction à des ordres d'achat importants lancés par des *noise traders*, ils auront tendance à se défaire de leurs positions, ou même à vendre à découvert leurs actifs. S'ils suivent à plus long terme une stratégie contraire au marché, ils combineront dans leur portefeuille des positions longues sur les actions qui sous-performent et des positions courtes sur celles qui progressent plus vite que la moyenne. Ils visent ainsi à exploiter les retournements de prix à prévoir lors des chocs temporaires imputables au *noise trading*. À l'instar des teneurs de marché traditionnels, ils supportent les risques liés aux stocks, car l'ampleur et la rapidité des renversements de prix sont incertaines, même si les retournements dont ils tirent parti sont moins fréquents que ceux dont profitent les teneurs de marché traditionnels. Toujours comme les teneurs de marché, leur activité contribue à atténuer l'impact des erreurs d'évaluation, soit l'écart entre le prix du marché et ses fondamentaux, que le *noise trading* creuserait sinon, ou à réduire la persistance de telles situations.

La capacité des teneurs de marché et des arbitragistes d'apporter des liquidités au marché dépend toutefois de leur accès au crédit. Ils en ont besoin dans deux situations :

- pour absorber les ordres de vente d'autres acteurs du marché qui excèdent leurs liquidités dans l'actif concerné ;
- pour absorber les ordres d'achat d'autres acteurs du marché qui dépassent leurs avoirs dans l'actif concerné, afin d'être en mesure d'effectuer et de financer des ventes à découvert (FOUCAULT et al., 2024, p. 395).

Les besoins affichés en matière de liquidité de financement revêtent ici une importance d'autant plus grande que les ordres à absorber sont corrélés entre eux.

Alors qu'en temps normal l'arbitrage fonctionne bien, il se heurte à ses limites en temps de crise. BRUNNERMEIER ET PEDERSEN (2009) présentent un modèle faisant le lien entre la liquidité de marché d'un actif, soit la facilité avec laquelle il peut se négocier, et la liquidité de financement des commerçants de titres, soit la facilité avec laquelle ils parviennent à financer leur activité. Les commerçants fournissent la liquidité du marché et leur capacité de le faire dépend des fonds dont ils disposent. Inversement, le financement des commerçants, soit leur capacité d'obtenir des crédits en échange des titres donnés en garantie, dépend de la liquidité de marché des actifs.

Deux formes de spirale de liquidité sont susceptibles d'apparaître et de renforcer les effets d'événements déclencheurs d'une phase de crise :

- La spirale des pertes est alimentée par les pertes de fonds propres que les commerçants et les établissements financiers subissent en temps de crise. Si, par exemple, l'élément déclencheur est un afflux massif d'ordres de vente que les arbitragistes ne parviennent pas à absorber, les prix des titres détenus par les commerçants et les établissements financiers se mettent à baisser. L'actif du bilan se réduit, et donc les fonds propres diminuent au passif du bilan, de manière d'autant plus drastique que la part du financement externe est élevée.
- La spirale de l'effet de levier tient surtout à la volatilité accrue des prix des titres en période de crise. Plus la volatilité augmente et moins les titres seront acceptés en gage. Cet assèchement des liquidités conduit à des ventes d'urgence qui augmentent encore la volatilité des cotations de titres, aggravant le choc initial et réduisant encore les possibilités de mettre en gage les titres.

Ces deux spirales concernent une large palette d'actifs à risque et peuvent affecter toutes sortes d'investisseurs, provoquant au passage un effet de contagion et un phénomène de fuite vers la sécurité. En outre, les deux spirales de liquidité déploient souvent leurs effets simultanément et ont tendance à se renforcer l'une l'autre.

Les boucles de rétroaction mettent en péril la stabilité des marchés financiers. En plus de faire chuter les prix des actifs, elles plombent les bilans des teneurs de marché, des arbitragistes (par ex. *hedge funds*) et des banques. Sachant qu'en général de tels intermédiaires financiers entretiennent un vaste réseau de relations contractuelles sur différents marchés, ces effets déstabilisants sont susceptibles de se propager à grande échelle, du fait de l'interdépendance de leurs bilans. Dans des situations extrêmes, cet effet domino risque de mettre en péril la stabilité du système financier (FOUCAULT et al., 2024, p. 396), obligeant les banques centrales à intervenir dans leur rôle de prêteur ultime en faveur des intermédiaires financiers en détresse, en leur accordant des facilités de crédit extraordinaires et/ou en procédant à des achats massifs d'obligations sur le marché ouvert (FOUCAULT et al., 2024, p. 419).

Face à la crainte de voir une crise financière déstabiliser l'économie réelle et vice-versa, de nombreux travaux de recherche ont récemment porté sur des mesures macroprudentielles visant à réduire la probabilité des crises financières et/ou à en atténuer l'impact (FOUCAULT et al., 2024, p. 424) : volant de fonds propres que doivent détenir les banques, plafonnement du ratio de financement externe des biens immobiliers, ratios de liquidité minimale et interdictions de remboursement faites aux fonds d'investissement. Lors de l'aménagement de la politique microprudentielle, il s'agit avant tout de prévenir tout effet procyclique des règles édictées. Il convient, par exemple, d'éviter que les ratios de fonds propres imposés aux banques pour garantir leur solvabilité ne les incitent à liquider des actifs et à exiger le remboursement des prêts accordés en période de grave récession.

4.5 Impact sur les actifs et les coûts des capitaux

Les modèles théoriques confirment de manière générale que des coûts de transaction plus élevés, y compris ceux qui résultent des taxes sur les transactions, s'accompagnent d'une baisse du prix des actifs (KUPIECS, 1996 ; MCCRAE, 2002). Les investisseurs qui doivent payer des frais plus élevés pour l'achat ou la vente d'un titre exigent un rendement plus élevé pour la détention de ce titre, ce qui fait baisser les prix. La prime d'évaluation des liquidités peut être très élevée : l'évaluation des entreprises privées illiquides est entre 20 % et 25 % inférieure à celle des sociétés comparables cotées en bourse (BLOCK, 2007).

MATHESON (2011, p. 39 ss) présente un cadre de modélisation simple pour analyser les effets que peut avoir une taxe sur les transactions sur le cours des actions et les coûts des capitaux. Lorsque le taux de la taxe *ad valorem* T est perçu une fois par transaction, la valeur d'un titre dépend de la durée de détention N, du taux d'escompte r et du taux de croissance des dividendes g. La réduction proportionnelle de la valeur d'un titre résultant de l'introduction d'une taxe sur les transactions sur titres, Δ, est ici donnée, dans des circonstances simplifiées par :

$$\Delta = 1 - \frac{1 - e^{-(r-g)\cdot N}}{1 - (1-T)\cdot e^{-(r-g)\cdot N}}$$

Cette dépréciation de la valeur augmente avec T (bien qu'à un rythme décroissant) et diminue tant avec la durée de détention N qu'avec la différence entre le taux d'escompte et le taux de croissance des dividendes r-g.

Tableau 3 **Diminution de valeur due à la taxe sur les transactions sur titres en fonction de la durée de détention et du taux d'imposition**

	Période de détention moyenne en années						
Taux	**0,10**	**0,25**	**0,5**	**1**	**2**	**3**	**10**
0,01 %	3,2 %	1,3 %	0,7 %	0,3 %	0,2 %	0,1 %	0,0 %
0,05 %	14,3 %	6,2 %	3,2 %	1,6 %	0,8 %	0,5 %	0,1 %
0,10 %	25,0 %	11,7 %	6,2 %	3,2 %	1,6 %	1,1 %	0,3 %
0,25 %	45,4 %	24,9 %	14,2 %	7,6 %	3,9 %	2,6 %	0,7 %
0,50 %	62,5 %	39,9 %	24,9 %	14,1 %	7,5 %	5,0 %	1,4 %

Source : MATHESON (2011, p. 15)

Lorsque la durée de détention est très courte (un jour, par exemple), même le taux très faible d'un point de base réduit la valeur des titres de près de moitié. Lorsque la durée de détention est très longue (dix ans, par exemple), la perte de valeur est relativement faible (1,4 %), même avec une taxe de 50 points de base.

En 2022, la durée moyenne de détention des actions dans le monde était d'environ six mois[25]. Une taxe de 0,01 % sur les actions présentant un tel taux de rotation aurait un impact relativement faible puisque la valeur marchande de ces actions baisserait de 0,7 % et leurs coûts des capitaux augmenteraient d'environ 2 points de base. Une taxe de 0,1 % réduirait quant à elle la valeur de 6,2 % et augmenterait les coûts des capitaux d'environ 20 points de base. Ces effets seraient moindres pour les actions à faible capitalisation, qui présentent un écart entre le cours acheteur et le cours vendeur plus important et une durée moyenne de détention plus longue.

En augmentant les coûts de transaction, la taxe sur les transactions sur titres allongerait la durée moyenne de détention des titres, notamment de ceux dont l'écart de cotation est initialement serré, comme les actions à forte capitalisation boursière. L'impact de la taxe sur la valeur des titres et les coûts des capitaux s'en trouverait réduit.

Le négoce des obligations d'entreprises étant généralement moins fréquent que celui des actions, l'impact d'une taxe sur les transactions sur les coûts des fonds de tiers pour les entreprises devrait être moindre que celui sur les actions (MATHESON, 2011, p. 15).

Les études empiriques sur l'impact des taxes sur les transactions sur titres sur les marchés financiers confirment de manière générale l'hypothèse théorique selon laquelle elles font baisser le prix des actifs. UMLAUF (1993) constate que l'introduction d'une taxe de 1 % sur les transactions sur actions en Suède en 1983 à la Bourse de Stockholm a entraîné un recul du marché d'environ 5,3 % dans les 30 jours qui ont précédé l'introduction de la taxe. HU (1998), qui a examiné l'effet de quatorze modifications différentes de la taxe sur les transactions boursières à Hong Kong, au Japon, en Corée et à Taïwan entre 1975 et 1994, arrive à la conclusion qu'une augmentation moyenne des coûts de transaction (taux d'imposition compris) de 23 % entraîne une baisse immédiate des rendements quotidiens du marché de 1 %. Sur la base d'une analyse de la littérature, SCHWERT ET SEGUIN (1993) estiment que l'introduction d'une taxe sur les transactions sur titres de 0,5 % aux États-Unis augmenterait les coûts des capitaux de 10 à 180 points de base. BOND et al. (2004) constatent que la baisse de 50 % du droit de timbre britannique, introduite en 1986, a fait grimper le cours des actions, en particulier pour les actions à fort taux de rotation. Ils prédisent que la suppression des 50 points de base restants du droit de timbre ferait grimper le cours des actions de 2,5 à 6,3 %, en fonction, négativement, du rendement des dividendes et, positivement, du volume des

[25] Pour les bourses membres de la World Federation of Exchanges (WFE) et les bourses du London SE Group. En 1980, la durée moyenne de détention était encore de 9,7 ans. Elle est tombée à 0,6 an en 1990 et 2000. En période de crise, la durée de détention des actions est particulièrement courte. Ainsi, en 2008, les actions ont été vendues en moyenne après seulement 0,3 an. Source : Statista

transactions boursières. Pour le même scénario, OXERA (2007) estime que le cours des actions augmenterait de 7,2 % et que les coûts des capitaux baisseraient de 66 à 80 points de base.

Selon le modèle de MATHESON (2011, p. 39 ss), la taxe sur les transactions augmente les coûts des capitaux en fonction de la durée de détention N et du taux d'imposition T (T/N). Par conséquent, si la durée moyenne de détention d'un titre est d'un an, l'impact sur les coûts des capitaux correspond au taux d'imposition. Comme le montrent les valeurs du tableau 4, l'impact est plus élevé pour les titres à faible durée de détention et moins élevé pour les titres dont la durée de détention est plus longue.

Tableau 4 **Augmentation des coûts des capitaux, en points de pourcentage, due à la taxe sur les transactions sur titres**

	Période de détention moyenne en années						
Taux	**0,10**	**0,25**	**0,5**	**1**	**2**	**3**	**10**
0,01 %	0,10	0,04	0,02	0,01	0,01	0,00	0,00
0,05 %	0,50	0,20	0,10	0,05	0,03	0,02	0,01
0,10 %	1,00	0,40	0,20	0,10	0,05	0,03	0,01
0,25 %	2,50	1,00	0,50	0,25	0,13	0,08	0,03
0,50 %	5,00	2,00	1,00	0,50	0,25	0,17	0,05

Source : MATHESON (2011, p. 15)

4.6 Conséquences sur l'épargne et la propension au risque

Comme l'impôt sur les revenus du patrimoine, les taxes sur les transactions réduisent le rendement de l'épargne et peuvent donc soit stimuler la consommation actuelle en augmentant le coût relatif de la consommation future, soit la réduire du fait de la diminution des actifs. L'impact net de ces taxes sur l'épargne dépend de l'importance relative des effets de substitution et de revenu (LI, 2009).
L'imposition des revenus effectivement réalisés, c'est-à-dire des rendements des capitaux, des gains en capitaux et de la pleine compensation des éventuelles pertes en capital, réduit la volatilité des rendements après impôts. Elle renforce ainsi la capacité des investisseurs à assumer les risques. À l'inverse, une taxe sur les transactions sur titres réduit cette capacité, car son imposition ne dépend pas du rendement réalisé[26].

La taxe sur les transactions sur titres crée une « zone de non-négociation », au sein de laquelle les investisseurs ne réagissent pas aux variations des rendements attendus par une réallocation des positions de leur portefeuille, car le gain net attendu est inférieur aux coûts de transaction. Dans ce contexte, les coûts de transaction ont principalement un effet limitant sur le négoce axé sur le court terme. À plus long terme, les coûts de transaction liés à la constitution d'une position de placement s'amortissent sur une période plus étendue, ce qui rend leur impact sur les rendements du portefeuille moins important. CONSTANTINIDES (1986) montre qu'une extension de la « zone de non négociation » liée aux coûts de transaction[27] mène, comme une augmentation de l'aversion pour le risque le ferait, à une allocation optimale du portefeuille tendant vers une proportion plus élevée d'actifs sans risque. Cette diminution de la propension au risque réduit l'activité d'investissement et donc, à long terme, le futur stock de capital d'une économie.

[26] Pour la même raison, la taxe sur les transactions sur titres est moins efficace sous l'angle du principe de la capacité contributive.

[27] Une taxe sur les transactions a le même effet qu'une augmentation des coûts de transaction due à d'autres facteurs.

5 Débats au sujet des taxes sur les transactions financières

Depuis la crise financière de 2008, les taxes sur les transactions financières font l'objet d'un débat animé. En Suisse, il a porté sur la suppression des taxes sur les transactions financières en la forme actuelle des droits de timbre (chiffre 5.1), tandis qu'au sein du G20 et de l'UE, il s'orientait vers l'introduction d'une taxe sur les transactions sur titres (chiffre 5.2). Il était notamment question de déterminer si une taxe sur les transactions financières devait être introduite de manière coordonnée à l'échelle de l'UE ou dans certaines parties de l'UE seulement.

5.1 Débat sur la suppression des droits de timbre en Suisse

5.1.1 Discussion sur la suppression dans le cadre de l'initiative parlementaire 09.503

Les droits de timbre sont controversés. En 2009, le groupe libéral-radical a déposé l'initiative parlementaire 09.503 « Supprimer les droits de timbre par étapes et créer des emplois », qui visait à supprimer progressivement les droits de timbre. Le Parlement a examiné ce projet de 2009 à 2021.

Au cours des délibérations, cet objet a été scindé en trois sous-projets :

- Projet 1 : suppression du droit de timbre d'émission ;
- Projet 2 : suppression du droit de timbre de négociation sur les titres suisses et les obligations étrangères avec une durée résiduelle inférieure à un an et suppression du droit de timbre sur les assurances-vie
- Projet 3 : suppression du droit de timbre de négociation sur les autres titres étrangers et du droit de timbre sur les primes d'assurance de choses et de patrimoine

Projet 1

En ce qui concerne la suppression du droit de timbre d'émission sur le capital propre, les commissions compétentes ont donné suite à l'initiative en 2010 et 2011. En 2012, la Commission de l'économie et des redevances du Conseil national (CER-N) a élaboré le projet 1 et a chargé le DFF de mener une consultation. Celle-ci a duré du 7 février au 10 mai 2012.

Le droit de timbre d'émission sur les capitaux de tiers (emprunts) ayant déjà été supprimé au 1er mars 2012 dans le cadre du projet « Too big to fail » (11.028), le projet 1 portait uniquement sur la suppression du droit de timbre d'émission sur le capital propre.

Le 12 novembre 2012, la CER-N a décidé de soumettre au Conseil son projet initial mis en consultation. Le Conseil fédéral a pris position sur le projet de loi le 23 janvier 2013. Il a salué le principe de l'abolition du droit de timbre d'émission sur le capital propre, tout en plaidant pour une intégration de cette mesure dans la réforme de l'imposition des entreprises III qui devait être adoptée (15.049).

Le Conseil national et le Conseil des États ont finalement approuvé la suppression du droit de timbre d'émission sur le capital propre (projet 1) lors du vote final qui s'est tenu le 18 juin 2021.

Les organisations de gauche conduites par le Parti socialiste suisse ont lancé un référendum contre le projet 1. Le comité référendaire a notamment déploré le fait qu'il s'agissait d'un avantage fiscal supplémentaire pour les grands groupes et précisé que, dans le contexte de la crise du coronavirus, une perte de 250 millions de francs de recettes fiscales par an ne serait pas supportable pour la collectivité. Le projet a été rejeté par 62,7 % des voix lors de la votation populaire du 13 février 2022.

Projets 2 et 3

Les projets 2 et 3 ont été mis en consultation de manière conjointe. La consultation s'est déroulée du 16 janvier au 23 avril 2020. Lors de sa séance du 17 août 2020, la commission a définitivement approuvé le projet 2, l'a transmis à son conseil et l'a soumis au Conseil fédéral pour avis. Le 18 novembre 2020, le Conseil fédéral a exprimé son avis sur le projet 2 et a proposé de ne pas entrer en matière au motif qu'il accordait une priorité plus élevée au projet 1 de l'objet 09.503, à savoir la suppression du droit de timbre d'émission sur le capital propre. Il a en outre indiqué dans son avis qu'il proposerait également la suppression du droit de timbre de négociation sur les obligations suisses dans son message concernant la révision de la loi sur l'impôt anticipé. Le 30 septembre 2021, le Conseil national a décidé de ne pas entrer en matière sur le projet 2.

Le 17 août 2021 déjà, la CER-N avait décidé à l'unanimité d'arrêter définitivement ses travaux sur le projet 3. Il n'était plus nécessaire de soumettre cette décision au Conseil national. Au sein de la commission, les membres qui avaient précédemment soutenu le projet 3 ont estimé que, même si la suppression de ces droits de timbre restait souhaitable sur le fond, il convenait désormais de donner la priorité à d'autres dossiers tels que la révision de l'impôt anticipé ou l'abrogation du droit de timbre d'émission.

5.1.2 Position du Conseil fédéral sur la suppression des droits de timbre

Le Conseil fédéral a exprimé son avis sur la suppression des droits de timbre pour la dernière fois le 18 novembre 2020, dans le cadre de sa prise de position sur le projet 2 relatif à l'initiative parlementaire précitée de la CER-N. En matière de droits de timbre, il était favorable à la suppression du droit de timbre d'émission et avait proposé, en outre, dans son message « Loi sur l'impôt anticipé. Renforcer le marché des capitaux d'emprunt » (21.024), rejeté par 52 % des voix lors de la votation populaire du 25 septembre 2022, de supprimer le droit de timbre de négociation sur les obligations suisses. Le Conseil fédéral avait rejeté toute autre mesure de suppression dans le domaine des droits de timbre pour des raisons financières, les recettes du droit de timbre de négociation étant encore importantes pour le budget fédéral.

5.2 Débat international

5.2.1 Discussion au sein du G20

Dans le sillage de la crise financière mondiale de 2008, la question de la taxation du secteur financier est revenue sur le devant de la scène. Il s'agissait, en premier lieu, de s'interroger sur la manière dont le secteur financier pouvait contribuer à supporter les charges liées aux interventions étatiques visant à assainir le système bancaire et, en second lieu, de corriger une éventuelle sous-imposition des services financiers dans le cadre de la TVA (CANNAS ET AL., 2014, p. 2 ; PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 18).

En juin 2010, le Fonds monétaire international (FMI, 2010) a publié un rapport intitulé « *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector* », à la requête des chefs d'État et de gouvernement du G20 réunis à Pittsburgh en 2009 pour préparer le sommet de Toronto de juin 2010 (MATHESON, 2011, p. 4 ; PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 18). Le FMI a adopté une approche duale. Premièrement, il a recommandé la contribution à la stabilité financière (*financial stability contribution*), qui consiste à prélever des redevances auprès des établissements financiers afin de financer la liquidation des établissements se trouvant dans une situation financière difficile en cas de défaillances ou de crises futures. Deuxièmement, il a examiné la possibilité de tirer des recettes des activités du secteur en général. Dans son rapport, le FMI a également envisagé la possibilité d'utiliser la taxe sur les transactions financières à cette fin, mais il s'est finalement prononcé en faveur d'une taxe sur les activités financières, prélevée sur la somme des bénéfices et des rémunérations des établissements

financiers, dont la définition varie. Il n'a toutefois pas exclu l'utilisation de la taxe sur les transactions financières à d'autres fins (MATHESON, 2011).

Les chefs d'État et de gouvernement du G20 ne sont pas parvenus à se mettre d'accord sur l'introduction d'une taxe sur les transactions financières, coordonnée au niveau international : lors du sommet de Toronto en 2010, ils ont déclaré qu'une taxe mondiale sur le secteur financier ne constituait plus une option à suivre au niveau international, mais que chaque pays devait décider s'il voulait taxer le secteur financier de manière unilatérale (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 18).

5.2.2 Discussion au sein de l'UE

En 2010, la Commission européenne a commencé à examiner différentes options pour la taxation du secteur financier, en parallèle aux discussions au sein du G20 (COMMISSION EUROPÉENNE, 2010a, 2010b). Ces initiatives ont été soutenues par le Parlement européen, qui a adopté en mars 2010 une résolution invitant la Commission européenne à élaborer, en temps utile avant le prochain sommet du G20, une analyse d'impact de la réglementation relative à une taxe mondiale sur les transactions financières et à étudier les possibilités d'utiliser les recettes d'une taxe sur les transactions financières pour financer le budget de l'UE et comme instruments de financement innovants pour soutenir l'adaptation au changement climatique et l'atténuation de celui-ci dans les pays en développement, ainsi que pour financer la coopération au développement (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 19).

En 2011, la Commission européenne a présenté le concept d'une taxe générale sur les transactions financières, généralisée à l'échelle de l'UE, qui devait être introduite en 2014 (Commission européenne, 2011). La proposition prévoyait un taux d'imposition de 0,2 % pour les actions et les obligations, dont une moitié était supportée par l'acheteur et l'autre par le vendeur. Le taux d'imposition prévu pour les dérivés sur actions et obligations était de 0,02 % de la valeur nominale (soit respectivement 0,01% à l'achat et à la vente). Les transactions sur devises réalisées sur le marché au comptant, les autres transactions sur dérivés ainsi que les transactions financières typiques des petits épargnants, telles que les prêts, les hypothèques, les contrats d'assurance et les transactions par carte de crédit, ne devaient pas être taxées, car la taxe visait les acteurs professionnels des marchés financiers, en particulier les banques, les sociétés d'assurance, les fonds et les *hedge funds* (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 19). La Commission a estimé les recettes potentielles de la taxe sur les transactions financières à 57 milliards d'euros, lesquels devaient être utilisés comme nouvelle source de recettes pour financer le budget de l'UE.

Les arguments avancés par la Commission européenne en faveur de la taxe sur les transactions financières étaient notamment le fait qu'elle contribuait à stabiliser le secteur financier, garantissait une contribution adéquate des établissements financiers pour couvrir les coûts de la crise et compensait en partie l'exonération de TVA pour les services financiers (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 19). La Commission estimait en outre que cette taxe entraînerait une certaine convergence des taxes sur les transactions financières appliquées dans un certain nombre d'États membres, éliminant ainsi les distorsions existantes sur le marché intérieur européen (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 19).

Le Royaume-Uni, la Suède, la Bulgarie et la République tchèque ayant fermement rejeté cette proposition, il n'a pas été possible d'obtenir l'unanimité requise en matière fiscale. La Commission européenne a donc proposé en 2012 d'introduire la taxe sur les transactions financières par le biais de la coopération renforcée, qui requiert la participation d'au moins neuf États membres. Fin 2012, onze États membres se sont réunis pour promouvoir

l'introduction d'une telle taxe dans le cadre d'une coopération renforcée[28]. Ces pays ont décidé de rechercher, sur la base de la proposition initiale de la Commission européenne, un accord sur la mise en place d'un système commun de taxe sur les transactions financières dans le cadre de la coopération renforcée, sans négliger le fait que cette approche pouvait conduire à d'importantes évasions fiscales, distorsions et délocalisations du secteur financier vers d'autres pays non taxateurs (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 19). Début 2013, la Commission européenne a publié une proposition légèrement modifiée visant à apporter entre 30 et 35 milliards d'euros de recettes (COMMISSION EUROPÉENNE, 2013).

En ce qui concerne le champ d'application, le principe de la résidence a été renforcé par le principe de l'émission. Auraient été imposables (i) les transactions impliquant un établissement financier domicilié dans le champ d'application géographique (de l'UE), quel que soit le lieu de la transaction, par exemple lorsque la Deutsche Bank achète des actions à la Bourse de New York, et (ii) les transactions réalisées au sein du champ d'application géographique (de l'UE), indépendamment de la résidence des parties impliquées, par exemple lorsqu'un investisseur américain achète des actions à la Bourse de Francfort (FUNKE et al., 2020, p. 15).

En mai 2014, tous les pays participants, à l'exception de la Slovénie, ont convenu d'une taxe progressive sur les transactions sur titres et sur certains dérivés, qui devait être introduite en 2016 (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 20). Fin 2015, après plusieurs cycles de négociations infructueuses, l'Estonie a annoncé son départ de la « coalition des volontaires », qu'elle a quittée formellement en mars 2016.

Lors des discussions au sein de l'UE, l'utilisation des recettes fiscales a fait l'objet de différentes propositions. L'initiative de la « coalition des volontaires » prévoyait de réinjecter les recettes dans les budgets nationaux afin de les affecter à la consolidation budgétaire et/ou à la baisse d'autres impôts (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 20).

En décembre 2018, l'Allemagne et la France ont proposé d'axer les discussions au sein du groupe des dix États membres volontaires restants sur une taxe sur les transactions financières basée sur le concept de la taxe sur les transactions financières introduite en France en 2012 (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 20).

Le tableau 5 présente une synthèse de différentes propositions de taxe européenne sur les transactions sur titres.

[28] Belgique, Allemagne, Estonie, France, Grèce, Italie, Autriche, Portugal, Slovaquie, Slovénie et Espagne.

Tableau 5 Comparaison des propositions de taxe européenne sur les transactions sur titres

	Commission de l'UE (2011)	Commission de l'UE (2013)	Proposition Allemagne / France (2019)
Principes d'imposition			
Coopération internationale	UE27	UE11 (10)	UE10
Principe de la résidence	Oui	Oui	Non
Principe de l'émission	Non	Oui	Oui
Instruments / taux d'imposition			
Actions	0.2 % (resp. 0.1 % pour l'acheteur et le vendeur)	0,2 % (resp. 0.1 % pour l'acheteur et le vendeur)	0,2 % (resp. 0,1 % pour l'acheteur et le vendeur, si capitalisation boursière > 1 milliard d'euros
Emprunts	0.2 % (resp. 0.1 % pour l'acheteur et le vendeur)	0.2 % (resp. 0.1 % pour l'acheteur et le vendeur)	Non
Dérivés	0.02 % (resp. 0.01 % pour l'acheteur et le vendeur)	0.02 % (resp. 0.01 % pour l'acheteur et le vendeur)	Non
Saisie du			
market making	Oui	Oui	Non
Négoce à haute fréquence	Oui	Oui	Non
Négoce de gré à gré	Oui	Oui	Non

Source : En référence à Funke et al. (2017 p. 15)

Parallèlement au débat au sein de l'UE, qui n'a jusqu'à présent pas abouti à une solution coordonnée même parmi les dix volontaires, la France et l'Italie, qui avaient supprimé leur taxe sur les transactions financières peu après le début de la crise financière en 2008, ont introduit une taxe nationale sur les transactions financières, respectivement en 2012 et 2013 (PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2019, p. 20).

5.3 Taxes unilatérales sur les transactions financières *versus* taxes sur les transactions financières coordonnées au niveau multilatéral

Le plus grand défi que pose la mise en place d'une taxe sur les transactions financières est le fait que les marchés financiers sont internationaux et que l'introduction d'une telle taxe par quelques pays pourrait entraîner un déplacement des activités vers d'autres pays. Ce problème touche notamment la taxe sur les transactions sur devises et la taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire. La mobilité transfrontalière des bases fiscales étant plus faible, la marge de manœuvre unilatérale est plus importante pour une taxe sur les transactions sur titres du marché primaire et pour une taxe sur les opérations sur différences d'intérêts des banques. Afin que la taxe sur les transactions financières ne déclenche pas de réactions d'évitement, qui réduisent les recettes fiscales et sapent un éventuel effet d'incitation, ses partisans exigent souvent, de façon logique, une coordination multilatérale de l'imposition, que ce soit parce qu'ils jugent positivement l'effet incitatif de l'impôt ou pour des raisons fiscales.

Comme cela ressort des explications figurant sous le chiffre 5.2, ces efforts sont restés vains jusqu'à présent. Cela peut être dû au fait qu'une majorité d'États juge négativement l'effet incitatif de l'impôt ou au fait que certains d'entre eux considèrent qu'une solution coordonnée au niveau international porte atteinte à leurs intérêts fiscaux. Ce serait par exemple le cas si des États dotés d'une place financière forte craignaient que leur part des recettes fiscales provenant d'une solution coordonnée au niveau international ne génère moins de recettes que leurs taxes nationales sur les transactions sur titres.

L'analyse qui suit repose sur l'hypothèse d'une mise en œuvre unilatérale des taxes sur les transactions financières.

6 Taxes sur les transactions sur titres du marché primaire

Après la suppression du droit de timbre d'émission sur les obligations et les papiers monétaires au 1er mars 2012, l'objet de ce droit se limite à la création et à l'augmentation de la valeur nominale, à titre onéreux ou gratuit, de droits de participation dans des sociétés de capitaux et dans des sociétés coopératives suisses (art. 5, al. 1, de la loi fédérale sur les droits de timbre, [LT][29]).

6.1 Droit de timbre d'émission suisse sur les droits de participation suisses

6.1.1 Objet du droit (art. 5 LT)

Le droit d'émission a pour objet la création, ainsi que l'augmentation de la valeur nominale, à titre onéreux ou gratuit, de droits de participation (art. 5, al. 1, LT). Ceux-ci peuvent prendre la forme d'actions, de parts sociales de sociétés à responsabilité limitée, de parts de sociétés coopératives, de bons de jouissance et de bons de participation.

Le droit de timbre d'émission est donc dû notamment lors de la fondation d'une nouvelle société de capitaux ou d'une nouvelle société coopérative qui a son siège en Suisse, ou lors de l'augmentation du capital de celle-ci.

Un droit de timbre d'émission est en outre perçu sur les versements supplémentaires et sur la vente de cadre d'actions (art. 5, al. 2, LT). Les versements supplémentaires sont des prestations des actionnaires ou des associés sans contre-prestation correspondante. On parle alors d'apports dissimulés de capital, le capital social inscrit au registre du commerce ou la part sociale versée n'étant pas modifié. La vente de cadre d'actions est définie comme le transfert de la majorité des actions ou des parts sociales d'une société suisse qui est économiquement liquidée ou dont les actifs ont été rendus liquides.

Il doit toujours s'agir d'actions ou de parts sociales émises par des sociétés suisses (ou liechtensteinoises). L'expression « suisse » au sens de la LT s'applique à toute personne physique qui possède son domicile en Suisse (ou au Liechtenstein) ou y réside d'une manière durable, ou à toute société ou société coopérative qui y a son siège statutaire ou légal ou y est inscrite comme entreprise au registre du commerce suisse (art. 4 LT). Il peut s'agir par exemple de succursales suisses d'entreprises étrangères, inscrites au registre du commerce.

6.1.2 Exonération (art. 6 LT)

Différents éléments liés à la création de droits de participation ne sont pas soumis au droit de timbre d'émission (art. 6, al. 1, LT). Ces exceptions servent notamment à éviter la double perception du droit de timbre d'émission sur le même objet (art. 6, al. 1, let. abis, d, g et i, LT). Par ailleurs, il existe différentes exonérations fiscales motivées par des considérations de politique économique et sociale.

Il existe des exonérations en faveur des pouvoirs publics et des entreprises financées par ces derniers pour les droits de participation :

- à des sociétés détenues exclusivement par les pouvoirs publics et poursuivant un but de service public qui vise à améliorer la collaboration entre les autorités de différentes collectivités publiques ainsi qu'entre ces autorités et des tiers en matière d'utilisation des moyens électroniques facilitant l'exécution des tâches des autorités ainsi qu'à élargir et développer l'utilisation de ces moyens (let. ater) ;

[29] RS **641.10**

- à des entreprises de transports, créés ou augmentés en faveur des pouvoirs publics en raison de leurs contributions d'investissement (let. c).

Il existe des exonérations dans le cadre d'assainissements pour :

- les droits de participation créés ou augmentés pour reprendre une exploitation ou une partie d'exploitation d'une société ou d'une société coopérative pour autant que, selon le bilan du dernier exercice annuel, la moitié du capital et des réserves légales de cette société ou de cette coopérative ne soit plus couverte (let. j) ;
- la création de droits de participation ou l'augmentation de leur valeur nominale, en cas d'assainissement ouvert, jusqu'à concurrence de leur montant avant l'assainissement ainsi que les versements supplémentaires des actionnaires ou des associés en cas d'assainissement tacite, pour autant que :
  - les pertes existantes soient éliminées, et que
  - les prestations des actionnaires ou des associés ne dépassent pas 10 millions de francs au total (let. k) ;
- les droits de participation à des banques ou à des sociétés affiliées à des groupes financiers qui sont créés ou augmentés au moyen du capital convertible selon l'art. 13, al. 1, ou 30*b*, al. 7, let. b, de la loi du 8 novembre 1934 sur les banques (LB)[30] approuvé par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers pour répondre aux exigences réglementaires (let. l).

L'exonération répond à des objectifs de politique sociale pour :

- les droits de participation à des sociétés ou sociétés coopératives qui exercent leur activité en faveur d'œuvres d'utilité publique ou qui visent à procurer des habitations à loyer modéré ou à octroyer des cautionnements (let. a).

Le droit de timbre d'émission prévoit par ailleurs une franchise d'un million de francs, en partie pour des raisons d'efficacité de la perception de l'impôt et en partie pour encourager les PME (let. b et h).

6.1.3 Débiteur du droit (art. 10, al. 1, LT)

Pour les droits de participation, l'obligation de verser le droit de timbre d'émission incombe à la société émettrice. En cas de transfert de la majorité des droits de participation, l'aliénateur est responsable solidairement.

6.1.4 Taux et base de calcul du droit (art. 8 et 9 LT)

Le taux du droit de timbre d'émission s'élève à 1 % (art. 8, al. 1)[31]. Il se calcule :

- pour la création et l'augmentation de droits de participation : sur le montant reçu par la société en contrepartie des droits de participation, mais au moins sur la valeur nominale ;
- pour les versements supplémentaires : sur le montant du versement ;
- pour le transfert de la majorité des droits de participation : sur la fortune nette de la société lors du transfert, mais au moins sur la valeur nominale.

Les fonds reçus par la société dans le cadre d'une marge de fluctuation du capital au sens des art. 653*s* ss du code des obligations[32] et les versements effectués au cours d'un exercice sur le capital social d'une société coopérative ne sont soumis au droit de timbre d'émission que dans la mesure où ils sont supérieurs aux restitutions effectuées dans le cadre de la marge de

---

[30] RS **952.0**

[31] L'art. 9, al. 1, LT prévoit une masse fiscale différente pour quelques cas.

[32] RS **220**

fluctuation du capital ou aux remboursements de capital social effectués durant le même exercice (art. 9, al. 2 et 3, LT).

Des taux d'imposition différents sont prévus pour quelques cas.

6.2 Effets et analyse

Vu l'absence d'objectif incitatif des taxes sur les transactions sur titres du marché primaire, le débat peut se limiter à l'objectif fiscal. Le résultat est clair : le droit de timbre d'émission sur le capital propre ne présente aucun avantage par rapport à d'autres impôts qui visent à frapper le revenu de la fortune. C'est le cas sous l'angle de l'approche financière traditionnelle, parce qu'il ne tient pas compte de la capacité économique du bailleur de fonds propres. Dans le cadre de l'approche fondée sur la théorie de l'imposition optimale, ses inconvénients au regard des objectifs en matière de place économique et d'efficacité sont importants.

6.2.1 Objectif de compétitivité

Du point de vue de l'attrait de la place économique suisse, qui est compris ici comme la capacité d'attirer des capitaux mobiles en Suisse et de les retenir, l'effet du droit de timbre d'émission sur le capital propre varie en fonction du type d'entreprise. Alors qu'il ne pose pas de problème grave pour les PME, la situation n'est pas la même pour les grandes entreprises qui disposent d'une plus grande liberté pour choisir leur lieu d'implantation. Le droit de timbre d'émission sur les droits de participation exerce en l'occurrence un effet défavorable dans la compétition pour attirer les sociétés à capital très important ou les centrales de groupes, car il élève la charge fiscale moyenne effective.

Le fait que dans les rapports internationaux, les États étrangers qui appliquent la méthode de l'imputation déduisent de leur créance fiscale l'impôt sur le bénéfice acquitté en Suisse, mais pas le droit d'émission sur les droits de participation payé en Suisse constitue un inconvénient de plus au regard de l'attrait de la place économique.

6.2.2 Objectif d'efficacité

Le droit de timbre d'émission sur les droits de participation renchérit la levée de capital propre supplémentaire. Si un investissement marginal[33] est financé en tout ou en partie au moyen de capital propre supplémentaire, le droit de timbre d'émission élève la charge fiscale marginale effective sur cet investissement. Il en résulte qu'une partie des projets d'investissement encore rentables hors impôt ne le sont plus pour des raisons fiscales et le volume des investissements diminue en conséquence. L'effet est le même en cas d'imposition des revenus de la fortune au niveau des entreprises par le biais de l'impôt sur le bénéfice ou au niveau des personnes physiques par le biais de l'impôt sur le revenu.

Imposition ex ante : dans le cadre d'une imposition *ex ante*, le droit de timbre d'émission sur le capital propre grève le revenu escompté et non le revenu effectivement obtenu comme dans le cadre d'une imposition *ex post*. Ainsi, par rapport à la capacité économique, il entraîne une surimposition des investissements financés par des fonds propres qui ne sont plus en mesure d'atteindre ultérieurement la rentabilité escomptée au départ. Par ailleurs, les investissements plus rentables que la moyenne sont sous-imposés, car les éléments du revenu qui constituent

[33] Un investissement marginal étant tout juste rentable, les investisseurs sont indifférents quant à savoir si le projet d'investissement doit être réalisé ou non.

des rentes économiques ne sont pas imposés.[34] Du point de vue de l'efficacité de l'allocation des capitaux, cela n'est pas judicieux, car l'imposition des rentes économiques ne provoque pratiquement pas d'effets de distorsion. Étant donné que le droit de timbre d'émission ne tient pas compte de la rentabilité d'un investissement, il est également inférieur à l'imposition *ex post* du revenu effectivement réalisé du point de vue de l'équité fiscale horizontale.

Perte de l'effet d'assurance de l'imposition : l'imposition *ex ante* du revenu escompté annule en outre l'effet d'assurance de l'imposition du revenu effectivement réalisé. En effet, contrairement à l'imposition *ex ante*, avec une imposition *ex post*, le fisc participe au risque, soit à la réussite ou à l'échec des investisseurs. En raison de cet effet d'assurance (effet Domar-Musgrave), les investisseurs se contentent d'une prime de risque moins élevée. Dans certains cas, l'effet d'assurance est particulièrement important lorsque la fortune de l'actionnaire est constituée en majorité de parts d'une seule et même entreprise. Cette situation n'est pas rare pour les entrepreneurs propriétaires puisque la répartition des risques au moyen de la diversification du portefeuille usuellement conseillée leur est interdite en raison du grand risque encouru.

Problème de liquidités : l'imposition anticipée dans le cadre du droit de timbre d'émission pose un problème de liquidités, car le produit de l'investissement n'est pas encore réalisé au moment de l'imposition. Pour surmonter ce problème, le montant du droit à payer doit être ajouté au montant de l'émission, ce qui entraîne des coûts supplémentaires, notamment parce que le marché des capitaux exige une prime de risque sur le montant de l'augmentation pour le paiement de l'impôt. Ce problème ne se pose pas lorsque l'impôt frappe les fruits de l'investissement uniquement lorsqu'ils sont récoltés.

Non-respect de la neutralité de l'investissement : le droit de timbre d'émission constitue une forme d'imposition anticipée. Ce genre d'imposition n'est neutre que s'il existe en parallèle d'autres projets d'investissement présentant le même profil de répartition des versements nets. Dans la réalité, cette condition n'est pratiquement jamais réalisée, raison pour laquelle une inversion d'ordre, contraire à la neutralité de l'investissement, peut se produire. En effet, si un projet d'investissement présente une valeur actuelle plus élevée avant impôt, mais inférieure après impôt à un autre projet d'investissement, ce dernier sera préféré au projet initial, qui ne sera pas réalisé. Si, au contraire, l'impôt était perçu ultérieurement en respectant la période sur les revenus issus de l'investissement, la neutralité de l'investissement pourrait être garantie par l'adoption de règles d'amortissement adéquates.

Non-respect de la neutralité de l'utilisation du bénéfice : le droit de timbre d'émission sur le capital propre vise le revenu des investissements financés par du capital propre supplémentaire. Il ne respecte donc pas la neutralité de l'utilisation du bénéfice, car il renchérit le financement par émission de participations, alors qu'il ne grève pas l'autofinancement. Cette situation incite à conserver les bénéfices au lieu de les distribuer et à autofinancer les investissements plutôt qu'à les financer par l'emprunt de capital propre supplémentaire. Ce traitement de faveur accordé à l'autofinancement a des effets négatifs du point de vue de l'efficience. En effet, il annule en partie la fonction du marché du capital, qui est de favoriser la croissance en dirigeant les capitaux destinés aux investissements sur les entreprises qui promettent les bénéfices les plus élevés et, par conséquent, sur les projets d'investissement les plus rentables. On objecte parfois que le droit de timbre d'émission sur le capital propre

---

[34] Une rente économique représente l'excédent des revenus sur la totalité des coûts d'opportunité affectés à leur obtention. En cas d'investissement, ces coûts d'opportunité sont constitués par tous les postes de charges y relatifs (coûts des matières premières et des produits intermédiaires, machines, services, salaires, impôts, intérêts sur les capitaux de tiers, etc.) plus les intérêts usuels du marché sur le capital propre engagé. Si les revenus escomptés couvrent juste les coûts d'opportunité, la valeur actuelle est nulle et l'investissement reste rentable. Si les revenus sont supérieurs aux coûts d'opportunité, la valeur actuelle est supérieure et donne lieu à une rente économique. Étant donné qu'une valeur actuelle nulle suffit pour que l'investissement soit rentable, la rente économique ne joue aucun rôle dans la décision d'investir.

servirait à combler l'absence d'impôt sur les gains en capital des participations provenant de la fortune privée. Cet argument n'est toutefois pas valable. Étant donné que les gains en capital proviennent notamment de bénéfices non distribués qui sont capitalisés dans la valeur des actions de l'entreprise, une imposition des gains en capital devrait porter sur les bénéfices non distribués au moyen d'un instrument agissant indirectement et renchérir l'autofinancement par rapport au financement par émission de participations. Toutefois, le droit de timbre d'émission sur le capital propre emprunte exactement le chemin inverse : il renchérit le financement par émission de participations (d'après le principe « distribuer et reprendre ») par rapport à l'autofinancement. Il augmente ainsi l'attrait de la thésaurisation des bénéfices et encourage donc encore plus la réalisation (exonérée d'impôt) de bénéfices en capital.

Frais d'exécution : pour ce qui est de la perception et de l'acquittement du droit, le bilan du droit du timbre d'émission est avantageux en raison de sa conception simple, du petit nombre de contribuables et du paiement relativement important de l'impôt en moyenne par cas. La franchise comparativement élevée du droit de timbre d'émission sur les participations contribue à ce bon résultat. Celle-ci est toutefois problématique en ce qui concerne la neutralité de la concurrence. La marge de fluctuation du capital introduite par la révision du droit de la société anonyme entrée en vigueur le 1er janvier 2023 donne au conseil d'administration la possibilité de réduire ou d'augmenter le capital-actions de la société de manière flexible de 50 % au plus pendant cinq ans au maximum[35]. Afin d'éviter que chaque augmentation de capital effectuée dans le cadre de la marge de fluctuation ne déclenche l'obligation de verser un droit de timbre d'émission, seule l'augmentation nette de capital, c'est-à-dire la différence positive entre les entrées et les sorties de capitaux à l'intérieur de cette marge de fluctuation, est soumise au droit de timbre d'émission à la fin de la durée de cette marge. Pour les émetteurs, cela présente des avantages sous la forme d'un report du droit de timbre d'émission pouvant aller jusqu'à cinq ans et d'une possibilité de compensation avec d'éventuelles sorties de capitaux pendant la durée de la marge de fluctuation du capital. Du côté des autorités fiscales, l'introduction de la marge de fluctuation du capital a toutefois entraîné une augmentation des frais d'exécution relatifs au droit de timbre d'émission. La faiblesse des frais de perception et d'exécution doit être relativisée dans la mesure où le droit de timbre d'émission n'est pas perçu à la place d'autres impôts, mais en plus de ceux-ci. Les contribuables doivent donc se familiariser avec un nouveau régime fiscal doté de sa propre logique et d'un certain nombre d'exceptions et de substitutions.

6.3 Avis du Conseil fédéral

Dans son avis sur le projet 2 de l'initiative parlementaire 09.503 de la CER-N du 18 novembre 2020, le Conseil fédéral a déclaré qu'il soutenait la proposition de suppression du droit de timbre d'émission. Celle-ci a toutefois été rejetée lors du référendum du 13 février 2022[36].

6.4 Options en vue de générer des recettes supplémentaires

Au vu des désavantages du droit de timbre d'émission, celui-ci ne devrait pas être privilégié dans la recherche de recettes supplémentaires. Dans le sens du mandat donné par le postulat, quelques possibilités sont toutefois présentées :

---

35 Sur les conséquences fiscales de la marge de fluctuation du capital, voir NORDIN et al., 2023.

36 Voir également le ch. **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.**.

- Une augmentation du taux du droit de timbre d'émission de 1 % à 2 % pourrait générer environ 200 millions de francs par an de recettes supplémentaires. Une telle mesure accentuerait toutefois les désavantages du droit de timbre d'émission sur le capital propre.
- L'actuelle franchise d'un million de francs est relativement élevée. Elle a l'avantage de maintenir bas le nombre des assujettis et, comme la recette fiscale par cas est relativement élevée, les coûts d'exécution de l'imposition sont faibles. La franchise a pour effet que les transactions du marché primaire sont exonérées jusqu'au premier million et, pour le taux de 1 % en vigueur, jusqu'à une recette fiscale potentielle de 10 000 francs. Comme les coûts par cas devraient être nettement inférieurs à 10 000 francs, on pourrait abaisser la franchise. Ainsi, si la franchise était par exemple abaissée à 500 000 francs pour le taux en vigueur ou à 250 000 francs en augmentant le taux du droit de timbre d'émission à 2 %, une recette fiscale potentielle jusqu'à 5000 francs resterait, dans chaque cas, exonérée. Faute de données sur les émissions de capital propre non assujetties, il n'est pas possible d'estimer les recettes supplémentaires qui en découleraient. Une telle adaptation accentuerait également les inconvénients du droit de timbre d'émission.
- Il serait aussi possible de réintroduire le droit de timbre d'émission sur les obligations et les papiers monétaires, qui a été aboli au 1er mars 2012 dans le cadre du projet « too big to fail » (11.028).

  La suppression de ce droit de timbre et l'exonération du droit de timbre d'émission sur le capital propre applicable aux droits de participation issus de la conversion d'emprunts à conversion obligatoire (*contingent convertible bond* [CoCo]), introduite simultanément, visaient toutefois à améliorer la compétitivité du marché suisse des capitaux et à permettre aux banques de renforcer leur base de fonds propres (SIMONEK, 2015, Art. 132 BV, N11).

  Dans de nombreux États, les emprunts peuvent être émis sans impôt sur les transactions, et les entreprises suisses émettent leurs obligations quasi exclusivement à l'étranger. Le droit de timbre d'émission perçu sur l'acquisition de fonds étrangers entravait donc de plus en plus le marché suisse des capitaux (SIMONEK, 2015, Art. 132 BV, N11). Ce manque d'attrait du marché suisse des capitaux pour les obligations et les papiers monétaires résulte toutefois de deux autres facteurs fiscaux :

  (1) Les investisseurs internationaux ne prennent absolument pas en compte dans leur portefeuille les obligations et les papiers monétaires soumis à l'impôt anticipé, même si une convention contre les doubles impositions leur permet d'en demander le remboursement. Ce qui est ici dissuasif, ce n'est pas seulement le blocage de liquidités et la perte de rémunération jusqu'au remboursement de l'impôt anticipé, mais souvent tout simplement le travail administratif afférent au remboursement de l'impôt anticipé.

  (2) Le droit de timbre de négociation sur les obligations a pour effet que les obligations suisses ne sont guère négociées à l'heure actuelle. De ce fait, le marché secondaire est peu liquide. Or, pour que les marchés primaires des capitaux soient attrayants, il faut que les marchés secondaires soient liquides.

  Étant donné qu'il est souhaitable, d'un point de vue réglementaire, que les obligations à conversion obligatoire et les obligations assorties d'un abandon de créance pour les banques (d'importance systémique) soient émises selon le droit suisse, ces obligations devraient être exonérées du droit de timbre. C'est le seul moyen pour que les obligations à conversion obligatoire et les obligations assorties d'un abandon de créance puissent continuer à être émises en Suisse à des conditions compétitives en cas de réintroduction du droit de timbre d'émission sur les obligations et les papiers monétaires.

  La réintroduction du droit de timbre d'émission sur les obligations et les papiers monétaires aurait des effets différents en fonction des types d'entreprises. Les entreprises de taille relativement modeste ne peuvent de toute façon pas faire appel au marché des capitaux.

Pour elles, le droit de timbre n'aurait donc aucune importance. Les très grandes entreprises peuvent couvrir leurs besoins de financement en partie sur les marchés internationaux des capitaux et elles auraient donc la possibilité de se soustraire au droit de timbre d'émission suisse. Celui-ci toucherait donc en particulier les entreprises moyennes, qui sont trop petites pour les marchés internationaux des capitaux, mais qui ont en principe accès au marché suisse des capitaux.

Le marché suisse des obligations n'étant pas particulièrement attrayant pour les entreprises, le droit de timbre serait acquitté, en grande partie, par des corporations de droit public. Pour les obligations de la Confédération, la Confédération sortirait des fonds de l'une de ses poches pour les mettre dans une autre, perdant, au cours de l'opération, les coûts administratifs occasionnés par la perception de l'impôt. Pour l'acquisition de fonds par les cantons et les communes, le droit de timbre d'émission impliquerait une redistribution des échelons étatiques inférieurs vers la Confédération, redistribution qui s'accompagnerait également des pertes inhérentes à la perception des impôts.

Le message concernant le projet « too big to fail » (11.028) donne une indication sur le potentiel de recettes supplémentaires[37]. Les recettes annuelles brutes du droit de timbre d'émission sur les obligations et les papiers monétaires se sont élevées en moyenne à 350 millions de francs pour les années 2001 à 2010. Étant donné que, sur ce montant, environ 130 millions de francs concernaient les obligations de la Confédération, il restait à la Confédération des recettes nettes de 220 millions de francs. La part des cantons et des communes à ce montant s'élevait à 30 millions de francs et celle des émetteurs privés et des obligations de caisse à 190 millions de francs.

7 Taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire

Le chiffre 7.1 présente différents exemples de taxes sur les transactions sur titres introduites unilatéralement et actuellement en vigueur sur le marché secondaire : le droit de timbre de négociation suisse, le *stamp duty* britannique, la taxe française sur les transactions financières et l'*imposta sulle transazioni finanziarie* italienne. L'exemple historique de l'échec de la taxe suédoise sur les transactions sur titres est également décrit. Le chiffre 7.2 examine ensuite la manière dont le droit de timbre de négociation suisse pourrait être conçu pour générer des recettes supplémentaires, comme le demande le postulat, tout en tenant compte de la compétitivité de la place financière et boursière suisse.

7.1 Exemples de pays pour les taxes sur les transactions sur titres du marché secondaire

7.1.1 Le droit de timbre de négociation suisse

En tant qu'impôt sur les transactions juridiques, le droit de timbre de négociation vise l'ensemble du commerce de titres. Peu importe donc si une transaction est conclue à la bourse ou hors bourse ou si elle se réalise à terme ou immédiatement. Ce n'est pas la bourse elle-même qui est soumise au droit de timbre, mais les commerçants de titres. Sont considérés comme tels, outre les banques soumises à la loi sur les banques, les commerçants professionnels ainsi que les gérants de placement et de fortune. Les sociétés suisses, les institutions de prévoyance professionnelle et de prévoyance liée ainsi que la Confédération, les cantons et les communes politiques sont également assujettis, sous certaines conditions,

[37] FF 2011 4780 s

à cette taxe. Tous ces commerçants de titres sont tenus de verser le droit de timbre de négociation.

Objet du droit (art. 13, al. 1 et 2, LT)

Le droit de négociation a pour objet le transfert à titre onéreux de la propriété de certains titres suisses et étrangers, si l'un des contractants ou l'un des intermédiaires est un commerçant de titres au sens de l'art. 13, al. 3, LT[38].

Sont des documents imposables :

a. les titres suivants émis par une personne domiciliée en Suisse (ou au Liechtenstein) :
   1. les obligations ;
   2. les actions, les parts sociales de sociétés à responsabilité limitée et de sociétés coopératives, les bons de participation, les bons de jouissance ;
   3. les parts de placements collectifs au sens de la loi du 23 juin 2006 sur les placements collectifs (LPCC)[39] ;
b. les titres émis par une personne domiciliée à l'étranger et remplissant les mêmes fonctions économiques que les titres au sens de la let. a) (voir toutefois les explications ci-après concernant les exceptions sous forme d'exonération de certaines transactions) ;
c. les documents relatifs à des sous-participations à des titres au sens des let. a) et b).

Exonération du droit

En matière de droit de timbre de négociation, il existe aussi bien des raisons objectives d'exonération, qui se rapportent à la nature des transactions, que des raisons subjectives, qui se rapportent à la personne du commerçant ou de l'intermédiaire. En outre, il existe des groupes entiers d'investisseurs ou de contractants étrangers qui sont exonérés du droit de timbre de négociation.

Transactions non soumises au droit de négociation (art. 14 LT)

Ne sont pas soumis au droit de timbre de négociation :

- l'émission d'actions, de parts sociales de sociétés à responsabilité limitée et de sociétés coopératives, de bons de participation, de bons de jouissance et de parts de placements collectifs au sens de la LPCC, d'obligations et de papiers monétaires suisses, y compris la prise ferme par une banque ou une société de participation et la répartition des titres à l'occasion de leur émission ultérieure (al. 1, let. a)[40] ;
- l'apport de titres servant à la libération d'actions suisses ou étrangères, de parts sociales de sociétés à responsabilité limitée et de sociétés coopératives, de bons de participation et de parts de placements collectifs au sens de la LPCC (al. 1, let. b) ;
- le commerce de droits de souscription (al. 1, let. d) ;
- la remise de titres en vue de leur remboursement (al. 1, let. e) ;
- l'émission d'obligations de débiteurs domiciliés à l'étranger (al. 1, let. f) ;

---

[38] Sont des documents suisses les titres dont le débiteur est domicilié en Suisse. Les titres suisses et étrangers qui sont liés de telle sorte qu'ils ne peuvent être négociés séparément sont également considérés comme des titres suisses.

[39] RS **951.31**

[40] Ceci permet d'éviter un cumul du droit de timbre d'émission et du droit de timbre de négociation. Par exemple, tout le processus d'émission des actions de sociétés suisses est exonéré du droit de timbre de négociation jusqu'à l'attribution des actions au souscripteur final.

- le commerce de papiers monétaires suisses et étrangers (al. 1, let. g) ;
- l'achat et la vente d'obligations étrangères ainsi que l'entremise dans l'achat et la vente pour l'acheteur ou le vendeur lorsqu'il est partie contractante étrangère (al. 1, let. h) ;[41]
- le transfert de titres imposables qui, dans le cadre d'une restructuration, en particulier d'une fusion, d'une scission ou d'une transformation, est effectué par l'entreprise qui est reprise, qui se scinde ou qui se transforme au profit de la société reprenante ou transformée (al. 1, let. i) ;
- l'acquisition ou l'aliénation de documents imposables en cas de restructurations au sens des art. 61, al. 3, et 64, al. 1bis, de la loi fédérale du 14 décembre 1990 sur l'impôt fédéral direct (LIFD)[42] ainsi qu'en cas de transfert de participations d'au moins 20 % du capital-actions ou du capital social d'autres sociétés à une société suisse ou étrangère du groupe (al. 1, let. j) ;
- l'acquisition ou l'aliénation de titres destinés au stock commercial d'un commerçant de titres professionnel pour la partie des droits qui le concerne (al. 3) ; le commerçant de titres professionnel est donc exempté de la part du droit afférente à son propre stock commercial[43].

Investisseurs exonérés (art. 17a LT)

Pour prévenir le risque d'exode des transactions des investisseurs institutionnels à des bourses étrangères, une partie de ces investisseurs sont exonérés du droit de timbre de négociation. Pour l'heure, il s'agit des :

- États étrangers et des banques centrales (al. 1, let. a) ;
- placements collectifs de capitaux suisses et étrangers (al. 1, let. b et c) ;
- institutions étrangères d'assurances sociales (al. 1, let. d) ;
- institutions étrangères de prévoyance professionnelle (al. 1, let. e)[44] ;
- sociétés d'assurances-vie étrangères soumises à une réglementation étrangère prévoyant une surveillance équivalente à celle de la Confédération (al. 1, let. f) ;
- sociétés étrangères dont les actions sont cotées auprès d'une bourse reconnue (dites Corporates) et leurs sociétés affiliées étrangères consolidées (al. 1, let. g).

L'exonération ne s'applique qu'à la part du droit de timbre de négociation qui revient à ces investisseurs ; en revanche, l'investisseur suisse reste soumis au droit de timbre sur sa part.

Opérations conclues avec des banques ou des agents de change étrangers

Une autre exception concerne l'allégement des opérations conclues avec des banques et des agents de change étrangers. Si, lors de la conclusion d'une opération sur titres, une banque étrangère, un agent de change étranger ou une contrepartie centrale au sens des art. 48 ss LIMF est partie contractante, le demi-droit qui concerne cette partie n'est pas dû.

---

41 Les clients étrangers sont généralement exonérés du droit de timbre de négociation pour les opérations portant sur des obligations étrangères. Compte tenu de toutes les exceptions prévues par la loi, seule l'émission de parts dans des placements collectifs de capitaux étrangers est désormais soumise au droit de timbre de négociation lors des opérations d'émission.

42 RS **642.11**

43 Est considéré comme stock commercial le stock de titres composé de documents imposables résultant de l'activité commerciale du commerçant professionnel. N'en font pas partie les participations et les stocks présentant un caractère de placement.

44 Sont considérées comme des institutions de prévoyance professionnelle étrangères les institutions de la prévoyance vieillesse, survivants et invalidité dont les fonds sont affectés durablement et exclusivement à la prévoyance professionnelle. De plus, ces institutions doivent être soumises à une surveillance équivalente à celle de la Confédération.

Il en va de même pour les titres suisses ou étrangers qui sont repris ou livrés par une bourse étrangère (par ex. Eurex) en tant que contrepartie par une bourse lors de l'exercice de produits dérivés standardisés (art. 19, LT). En revanche, le commerçant suisse reste soumis au droit de timbre sur sa part.

Depuis le 1er mars 2018, les organismes chargés de garantir le paiement de l'impôt qui sont un intermédiaire entre les clients résidant à l'étranger et leur banque suisse sont exemptés du droit de timbre de négociation (art. 19*a* LT). Cette nouvelle réglementation concerne par exemple les fiduciaires statiques italiennes (*fiduciarie statiche*).

Débiteur de la dette fiscale (art. 17, al. 1, et art. 13, al. 3, LT)

L'obligation fiscale incombe aux commerçants suisses de titres participant à l'opération (art. 17, al. 1, LT). Normalement, chaque contractant doit acquitter la moitié du droit (= demi-droit), à moins que le commerçant de titres n'aliène un titre faisant partie de son stock commercial ou n'acquière un titre pour ce stock. Le tableau 6 présente les quatre catégories de commerçants de titres que l'on distingue.

Tableau 6 Catégories de commerçants de titres (art. 13, al. 3 LT)

Catégorie	Description
Banques, sociétés financières à caractère bancaire au sens de la loi du 8 novembre 1934 sur les banques (LB)[45], Banque nationale suisse (BNS) et contreparties centrales au sens de la loi du 19 juin 2015 sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF)[46] (let. a)	Les banques au sens de la LB et la BNS sont considérées comme des commerçants de titres. Sont assimilées aux banques les sièges, succursales et agences suisses de banques étrangères ainsi que les représentants de banques étrangères qui exercent leur activité en Suisse. La notion de banque couvre également les caisses d'épargne et les banquiers privés (raisons individuelles, sociétés en nom collectif ou en commandite). On entend par contrepartie centrale toute organisation fondée sur des règles et procédures communes qui s'interpose entre les contreparties à une opération sur valeurs mobilières ou à un autre contrat sur instruments financiers, devenant ainsi l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur (art. 48 LIMF).
Commerçants et intermédiaires professionnels (let. b)	Cette notion inclut les personnes physiques et morales et les sociétés de personnes suisses, ainsi que les établissements et les succursales suisses d'entreprises étrangères qui ne tombent pas sous le coup de la let. a, et dont l'activité consiste exclusivement, ou pour une part essentielle, 1. à exercer pour le compte de tiers le commerce de documents imposables (commerçants), ou 2. à s'entremettre en tant que conseiller en placement ou gérant de fortune dans l'achat et la vente de documents imposables (intermédiaires) ; Avec cette réglementation, le législateur voulait éviter que les intermédiaires professionnels et les autres commerçants de titres (par ex. les sociétés industrielles et les sociétés holding soumises au droit) ne bénéficient de l'exonération de leur stock commercial ; cette exception ne doit donc avantager que les véritables commerçants professionnels.
Sociétés de capitaux et institutions suisses de prévoyance professionnelle et de prévoyance liée qui ne tombent pas sous le coup des let. a et b et dont la valeur des documents imposables dépasse 10 millions de francs (let. d).	Sont également des commerçants de titres et sont donc soumises au droit de timbre les sociétés anonymes, les sociétés en commandites par actions, les sociétés à responsabilité limitée, les sociétés coopératives et les institutions suisses de prévoyance professionnelle et de prévoyance liée[47], qui ne remplissent pas les conditions du commerce professionnel de titres, mais dont l'actif se compose, d'après leur dernier bilan, pour plus de 10 millions de francs de documents imposables (c.-à-d. de titres et de participations). Pour ce qui est de la procédure de perception, l'ordonnance du 3 décembre 1973 sur les droits de timbre [OT])[48]) prévoit un allégement pour ces deux catégories de commerçants de titres. Ils ne sont pas tenus d'inscrire au registre de négociations les opérations effectuées avec des banques suisses ni les opérations effectuées avec des commerçants professionnels de titres, à condition qu'ils n'aient pas justifié de leur qualité de commerçant de titres lors de la conclusion de ces opérations (art. 21, al. 8, OT). Par conséquent, le droit de timbre sera versé par la banque qui considère dans un tel cas le contractant comme un « client ».
Confédération, cantons, communes politiques et leurs établissements, si leurs comptes indiquent des documents imposables d'une valeur de plus de 10 millions de francs, ainsi qu'institutions suisses d'assurances sociales (let. f).	Sont également considérés comme commerçants de titres et sont donc assujettis au droit de timbre : • la Confédération, les cantons, les communes politiques et leurs établissements, si leurs comptes indiquent des documents imposables d'une valeur de plus de 10 millions de francs ; • les institutions suisses d'assurances sociales[49].

Source : AFC

Conformément au principe de l'autotaxation, les contribuables s'annoncent spontanément à l'AFC avant le début de l'assujettissement au droit (art. 19, al. 1, OT). L'AFC enregistre les commerçants de titres et communique à chacun d'eux le numéro qui lui a été attribué (art. 20 OT).

En tant que contribuable, le commerçant de titres suisse doit tenir un registre des négociations dans lequel toutes les opérations imposables doivent être inscrites (art. 21 OT). Ce registre sert de base à la déclaration, en principe trimestrielle, du droit de timbre de négociation et au contrôle. Il doit contenir la date de la conclusion de l'opération, sa nature, le nombre ou la valeur nominale des titres, leur désignation, leur cours, la monnaie et le cours de conversion pour les monnaies

---

45 RS **952.0**

46 RS **958.1**

47 Sont considérées comme des institutions suisses de prévoyance professionnelle et de prévoyance liée au sens de l'art. 13, al. 4, LT :

a. les institutions de prévoyance qui assurent la part obligatoire de la prévoyance professionnelle vieillesse selon la LPP ; les institutions qui couvrent la prévoyance surobligatoire en font également partie ;
b. les fondations de libre passage de la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité ;
c. les fondations bancaires qui acceptent des fonds à des fins de prévoyance vieillesse dans le cadre du pilier 3a ;
d. les fondations de placement qui se consacrent au placement et à la gestion des fonds des institutions de prévoyance et qui sont soumises à la surveillance de la Confédération ou des cantons.

48 RS **641.101**

49 Sont considérés comme des institutions suisses d'assurances sociales selon l'art. 13, al. 5, LT le fonds de compensation de l'assurance-vieillesse et survivants et celui de l'assurance-chômage.

étrangères, le nom et le domicile (dans certains cas aussi le numéro du commerçant de titres) du vendeur et de l'acheteur, ainsi que la contre-valeur en francs suisses (art. 21, al. 2, OT).

Taux et base de calcul du droit (art. 16 LT)

Le droit est calculé sur la contre-valeur ou, si celle-ci n'est pas constituée par une somme d'argent, sur la valeur vénale de la contre-prestation convenue et s'élève à :

- 0,15 ‰ pour les titres émis par une personne domiciliée en Suisse (ou 0,075 ‰ pour chaque contractant) ;
- 3,0 ‰ pour les titres émis par une personne domiciliée à l'étranger (ou 1,5 ‰ pour chaque contractant).

Perception de la redevance (art. 17, al. 2 et 3, LT)

S'il s'agit d'une opération imposable, le commerçant de titres doit la moitié du droit (art. 17, al. 2 LT),

- s'il est intermédiaire : pour chaque contractant qui ne justifie pas de sa qualité de commerçant de titres enregistré ou d'investisseur exonéré ;
- s'il est contractant : pour lui-même et pour la contrepartie qui ne justifie pas de sa qualité de commerçant de titres enregistré ou d'investisseur exonéré.

Le commerçant de titres est considéré comme intermédiaire (art. 17, al. 3, LT) :

- s'il règle ses comptes avec son client aux conditions originales de l'opération conclue avec le contractant ;
- s'il ne fait qu'indiquer aux parties l'occasion de conclure une opération ;
- s'il cède les titres le jour même de leur acquisition.

Les tableaux 7 et 8 donnent un aperçu des différentes constellations rencontrées dans le cadre des opérations pour compte propre et des entremises :

Tableau 7 Opérations pour compte propre

		Titres suisses	Obligations étrangères	Actions étrangères et parts à des fonds
a)	Dans une opération pour son **propre compte** (sans stock commercial)	½	½	½
	avec les **contractants** suivants :			
	- commerçant suisse de titres	0	0	0
	- banque ou agent de change étranger	0	0	0
	- placement collectif de capitaux suisse	0	0	0
	- client suisse	½	½	½
	- client étranger	½	0	½
	-- investisseur étranger exonéré	0	0	0
b)	Dans une opération pour son **propre stock commercial**	0	0	0
	avec les **contractants** suivants :			
	- commerçant suisse de titres	0	0	0
	- banque ou agent de change étranger	0	0	0
	- placement collectifs de capitaux suisse	0	0	0
	- client suisse	½	½	½
	- client étranger	½	0	½
	-- investisseur étranger exonéré	0	0	0

Source : AFC

Tableau 8 Entremises

		suisses Titres	Obligations étrangères	Actions étrangères et parts à des fonds
a)	entre un **commerçant suisse de titres**	0	0	0
	avec les **contractants** suivants :			
	- commerçant suisse de titres	0	0	0
	- banque ou agent de change étranger	0	0	0
	- placement collectif de capitaux suisse	0	0	0
	- client suisse	½	½	½
	- client étranger	½	0	½
	-- investisseur étranger exonéré	0	0	0
b)	entre **une banque étrangère / un agent de change étranger**	0	0	0
	avec les **contractants** suivants :			
	- banque ou agent de change étranger	0	0	0
	- placement collectif de capitaux suisse	0	0	0
	- client suisse	½	½	½
	- client étranger	½	0	½
	-- investisseur étranger exonéré	0	0	0
c)	entre un **client suisse**	½	½	½
	avec les **contractants** suivants :			
	- placement collectif de capitaux suisse	0	0	0
	- client suisse	½	½	½
	- client étranger	½	0	½
	-- investisseur étranger exonéré	0	0	0
d)	entre un **client étranger**	½	0	½
	et les **contractants** suivants :			
	- client étranger	½	0	½
	-- investisseur étranger exonéré	0	0	0

Source : AFC

Un demi-droit est dû en cas de transfert du stock commercial à un autre stock et vice-versa.

7.1.2 Droits de timbre au Royaume-Uni

Le droit de timbre britannique sur les transactions sur titres se compose du *stamp duty* classique et de la *stamp duty reserve tax* (SDRT).

Le *stamp duty* classique s'applique aux documents attestant l'achat et le transfert d'actions et d'autres titres de sociétés immatriculées au Royaume-Uni. Le cachet physique sur les documents pour le droit de timbre a été supprimé le 19 juillet 2021 et remplacé par un système électronique.

La SDRT, qui a été introduite en 1986 comme pendant électronique du droit de timbre classique, est devenue, depuis l'introduction en 1996 d'un système de dépôt central électronique (CREST) le principal impôt sur les transactions sur actions (HAWKINS ET MCCRAE, 2002, p. 3). La collecte par l'intermédiaire du CREST maintient les frais d'exécution de l'imposition à un faible niveau. La SDRT frappe les transactions portant sur des parts dans lesquelles l'instrument proprement dit, par exemple l'action, n'est pas échangé et n'est donc pas soumis au droit de timbre classique. La SDRT est donc une taxe sur les transactions, qui est perçue en cas d'accord sur l'échange immédiat de titres, alors que le droit de timbre classique est perçu sur l'échange effectif des documents. Le taux de ces deux taxes est actuellement de 0,5 % sur l'achat, la vente étant exonérée.

Le droit de timbre britannique s'applique au commerce d'actions enregistrées au Royaume-Uni. Il est dû indépendamment du fait que la transaction ait lieu au Royaume-Uni ou à l'étranger et que l'une des parties soit établie ou non au Royaume-Uni. Par conséquent, les actions d'entreprises étrangères cotées à la Bourse de Londres ne sont pas soumises au droit de timbre, à moins que l'entreprise ne mette en place un registre britannique des actions.

Étant donné que le droit de timbre britannique vise à imposer le transfert de droits de propriété enregistrés, il est logique d'exonérer les dérivés d'actions qui n'entraînent pas l'acquisition

d'actions. Les transactions entre commerçants professionnels sont également exclues du champ d'application de l'impôt.

S'il est en principe possible d'éviter le droit de timbre en détenant et en négociant l'instrument hors du Royaume-Uni, il est nécessaire, dans la pratique, de modifier le registre des actions de la société afin d'y ajouter le nom du nouveau propriétaire. Combinée à la restriction légale applicable aux instruments non timbrés, cette situation a pour conséquence que la majorité des investisseurs font timbrer les produits correspondants (HEMMELGARN 2011, p. 53 s.).

Le fait que la grande majorité des actions britanniques sont détenues dans le système CREST et que l'impôt est automatiquement retenu en cas d'opération au sein de ce système vient contrecarrer l'évasion fiscale quant à la SDRT. Il existe néanmoins des moyens légaux d'éviter la SDRT (HEMMELGARN 2011, p.54 s.) :

- De nombreuses entreprises britanniques utilisent des programmes *American Depositary Receipt* (ADR)[50] pour commercialiser leurs propres actions aux États-Unis. Les actions sont alors déposées auprès d'une banque américaine qui émet un certificat de dépôt basé sur ces actions, le certificat ADR. Seuls les certificats ADR sont alors négociés, et pas les actions sous-jacentes. Aucune SDRT n'est perçue sur ce négoce. En lieu et place, une taxe de sortie unique de 1,5 % de la valeur des actions est perçue lors de l'apport d'actions dans l'ADR, lorsque les actions sont émises auprès de la banque.
- Les fonds de placement étrangers cotés sur les bourses britanniques (*exchange traded funds*, ETF) sont exonérés de la SDRT lorsqu'ils ne sont ni contrôlés ni administrés au Royaume-Uni ou qu'ils ne sont pas inscrits dans le registre des actions britanniques. Cette exonération a été introduite en 2007 afin d'attirer les ETF étrangers malgré le droit de timbre et de permettre le négoce sur la place financière britannique. Il convient toutefois de préciser que les détenteurs de parts d'ETF ne détiennent pas juridiquement des actions, mais uniquement des parts du fonds. Si un investisseur veut exercer son droit de vote, il doit acquérir directement les actions et s'acquitter ensuite du droit de timbre.

7.1.3 La taxe française sur les transactions financières

La taxe française sur les transactions financières a été introduite le 1er août 2012. Celle-ci s'applique en premier lieu à l'acquisition à titre onéreux de titres français, qualifiés d'instruments de capitaux propres en droit français (« titre de capital »), émis par un émetteur domicilié en France, négociables sur toutes les plateformes de négoce et sur le marché de gré à gré et pour tout investisseur, quel que soit son État de résidence. La condition est que la capitalisation boursière dépasse le seuil d'un milliard d'euros au 1er décembre de l'année précédente (COLLIARD ET HOFFMANN, 2017, p. 2688). Sont concrètement concernées les actions, les livraisons d'actions issues de contrats dérivés et les obligations convertibles.

Les transactions du marché primaire ainsi que les activités de tenue de marché (*market making*) sont exonérées d'impôt (Funke et al., 2020, p. 17).

La taxe est due sur les variations journalières de la position nette, c'est-à-dire sur les transferts de propriété. Cela signifie que la spéculation sur séance est exclue *de facto*, à l'instar du droit de timbre britannique (COLLIARD ET HOFFMANN, 2017, p. 2688). Sont exclus du champ d'application de l'impôt les teneurs de marché, les transactions des organismes de compensation, les transactions concernant les programmes de participation des collaborateurs et les nouvelles émissions.

Le débiteur est l'établissement qui effectue l'achat pour le client ou qui agit pour son propre compte (*investment service provider*). En présence d'une chaîne d'ordres, le contribuable est

[50] Voir la note 18.

celui qui exécute directement l'ordre. Lorsque des actions sont proposées à l'achat sans l'intervention d'un prestataire de services financiers, par exemple lors de transactions de gré à gré, la taxe est fixée à l'encontre du prestataire qui fournit le service de conservation, indépendamment de la résidence (SCHLEITER, 2015, p. 69).

Le taux d'imposition, initialement de 0,2 %, a été relevé à 0,3 % au 1er janvier 2017.

En 2012, une taxe d'un point de base sur la valeur nominale des ordres modifiés ou annulés a également été mise en place dans le cadre du négoce à haute fréquence d'actions dépassant un ratio ordre/négoce de 5 pour 1. À la différence de la taxe sur les transactions financières sur les actions, ce régime s'applique au négoce de toutes les actions françaises, quelle que soit la capitalisation boursière de la société concernée. Toutefois, la taxe n'est perçue que pour les commerçants intervenant dans le négoce à haute fréquence et établis en France, ce qui exclut toutes les grandes entreprises de négoce à haute fréquence. En outre, le trafic de données dans le cadre de la tenue de marché est exclu (COLLIARD ET HOFFMANN, 2017, p. 2688 s.). Selon COLLIARD ET HOFFMANN (2017, p. 2689), le champ d'application de ce régime est extrêmement limité, et l'Autorité française des marchés financiers a elle-même qualifié ses effets de « minimes » (MEGARBANE, 2013). FUNKE et al. (2020, p. 38) parlent d'un produit de l'impôt nul.

7.1.4 La taxe italienne sur les transactions sur titres

L'Italie a adopté au 1er mars 2013 une taxe sur les transactions sur titres sur le transfert de propriété d'actions et de certains instruments financiers de participation émis par des entreprises ayant leur siège en Italie. Le transfert n'est imposable que si la capitalisation boursière moyenne au mois de novembre de l'année précédant le transfert était supérieure à 500 millions d'euros. La taxe est due indépendamment du lieu de résidence des parties concernées et du lieu d'exécution du contrat.

La base d'imposition est le solde net journalier des transactions portant sur le même titre et exécutées par les mêmes personnes, ou la contrepartie versée.

Depuis le 1er janvier 2014, les taux d'imposition s'élèvent à 0,1 % du prix d'achat sur le marché réglementé et à 0,2 % sur les autres places boursières.

La taxe est due par l'acheteur en tant que personne à laquelle la propriété des actions est transférée. Elle est versée par l'intermédiaire financier ou le notaire qui participe à l'exécution du transfert ou directement par l'acheteur. Les intermédiaires financiers non résidents peuvent désigner un représentant fiscal pour les besoins de la taxe sur les transactions financières. Si plusieurs intermédiaires participent à l'exécution du transfert, la taxe sur les transactions financières est perçue par l'intermédiaire qui reçoit l'ordre d'exécuter la transaction directement du bénéficiaire.

La taxe s'applique également aux transactions sur dérivés, qu'elles soient réglées en espèces ou physiquement et qu'elles soient titrisées ou non, lorsque plus de 50 % de la valeur du produit dérivé sont des actions ou des instruments financiers de participation émis par des sociétés italiennes ou lorsque la valeur du dérivé est principalement liée à des actions et à des instruments financiers de participation émis par des sociétés italiennes, notamment des options, des certificats d'option, des certificats d'option couverts et des certificats.

La taxe sur les dérivés est perçue auprès de chacune des parties à la transaction et, en règle générale, payée par l'intermédiaire financier qui participe à la transaction imposable.

La taxe sur les transactions sur dérivés d'actions est due à concurrence d'un montant forfaitaire qui varie en fonction de la nature du dérivé imposable concerné et de sa valeur nominale. Le montant maximal est de 200 euros par partie. La taxe forfaitaire est réduite à un

cinquième de son montant normal pour les transactions effectuées sur des marchés réglementés ou dans des systèmes multilatéraux de négoce.

Des exonérations de la taxe sur les transactions financières existent pour les activités de tenue de marché, les opérations entre parties liées, les fonds de pension et les établissements similaires ayant leur siège dans un pays de l'Espace économique européen figurant sur la liste blanche, ainsi que le négoce de produits financiers éthiques qualifiés et les transactions avec l'Union européenne, la Banque centrale européenne, les banques centrales des États membres de l'UE ou avec des entités créées par des accords internationaux conclus par l'Italie.

Pour les transactions à haute fréquence effectuées sur le marché financier italien, la taxe perçue au taux de 0,02 % est exigible lorsque le rapport entre la somme des ordres annulés et modifiés et la somme des ordres passés et modifiés pour chaque instrument financier au cours d'une même journée de négociation est supérieur à 60 %. Les transactions générées par un algorithme informatique qui prend des décisions de manière automatique concernant la délivrance, la modification et l'annulation d'ordres et de paramètres associés, et qui se produisent à un intervalle de moins d'une demi-seconde, sont considérées comme étant à haute fréquence.

7.1.5 La taxe suédoise sur les transactions sur titres abrogée

La taxe suédoise sur les transactions sur titres a été perçue entre 1984 et 1991. Dans un premier temps, le négoce d'actions suédoises a été imposé à hauteur de 0,5 % pour l'achat d'une part et la vente d'autre part, soit 1 % par transaction. La taxe s'appliquait à toutes les transactions sur titres portant sur des actions et des options d'achat d'actions qui utilisaient les services de courtage suédois. En juillet 1986, le taux de la taxe sur les transactions boursières a été doublé, passant à 2 % par transaction. En 1987, la base d'imposition a été élargie et la moitié du taux a été appliquée aux transactions entre commerçants (HEMMELGARN, 2011, p. 55 s.).

De janvier 1989 au 15 avril 1990, la taxe a été étendue aux titres à revenu fixe. Les taux d'imposition, qui étaient échelonnés en fonction de la durée et de l'instrument, se situaient entre 0,002 % et 0,15 % (HEMMELGARN, 2011, p. 56). Les transactions sur les obligations d'entreprises sont restées exonérées (FUNKE et al., 2020, p. 19).

Les sociétés de courtage suédoises enregistrées étaient assujetties à la taxe sur les transactions qu'elles effectuaient (FUNKE et al., p. 19).

L'impact qu'a eu l'introduction de la taxe sur le marché a été spectaculaire, notamment à la suite du doublement du taux d'imposition, qui a atteint le niveau élevé de 2 % après 1986. Concrètement, le volume des transactions à la Bourse de Stockholm s'est effondré de 30 % pour les actions et de 80 % pour les obligations, alors qu'il a nettement progressé sur d'autres marchés, notamment à Londres. À la fin des années 1980, plus de la moitié des transactions des sociétés suédoises à forte capitalisation boursière avaient émigré dans la capitale anglaise. La quasi-totalité des transactions sur dérivés ayant presque complètement cessé, les recettes fiscales sont restées bien en deçà des objectifs (FUNKE et al., p. 19)[51].

[51] UMLAUF (1993) et CAMPBELL ET FROOT (1994) analysent en détail la taxe suédoise sur les transactions sur titres.

7.2 Modalités de la taxation

7.2.1 Principe de l'émission *versus* principe de la résidence

Le tableau 9 présente les recettes fiscales de différents pays européens qui appliquent une taxe sur les transactions sur titres du marché secondaire, en monnaie locale et rapportées au PIB. Il s'avère que la Suisse a réalisé le plus de recettes par rapport au PIB, avec 0,19 % en 2022 et 0,15 % en 2023. Le Royaume-Uni la suit de près avec 0,17 % en 2022 et 0,12 % en 2023. Les autres pays affichent des valeurs nettement inférieures pour 2022, allant de 0,02 % en Italie et en Espagne à 0,07 % en Grèce.

Tableau 9 Recettes des taxes sur les transactions sur titres du marché secondaire

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Belgique	mio EUR	201	287	219	296	307	298	413	435	335	
France	mio EUR	870	1 057	975	1 492	1 575	1 434	1 818	1 732	1 840	
Grèce	mio EUR	54	28	33	23	27	80	64	73	75	
Italie	mio EUR	401	480	400	432	429	354	365	413	461	
Malte	mio EUR	3	4	8	6	17	11	4	10	5	
Espagne	mio EUR								296	305	
Suisse	mio CHF	1 260	1 319	1 106	1 315	1 166	1 262	1516	1 594	1 451	1 164
- titres suisses	mio CHF	183	195	165	257	167	187	238	218	209	185
- titres étrangers	mio CHF	1 077	1 123	941	1 058	999	1 075	1 278	1 376	1 242	980
Royaume-Uni	mio GBP	3 012	3 024	3 938	3 470	3 732	3 284	3 698	4 212	4 153	3 261
		2014	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**
Belgique	% du PIB	0,05 %	0,07 %	0,05 %	0,07 %	0,07 %	0,06 %	0,09 %	0,09 %	0,06 %	
France	% du PIB	0,03 %	0,02 %	0,02 %	0,01 %	0,02 %	0,04 %	0,04 %	0,04 %	0,04 %	
Grèce	% du PIB	0,04 %	0,05 %	0,04 %	0,06 %	0,07 %	0,06 %	0,08 %	0,07 %	0,07 %	
Italie	% du PIB	0,02 %	0,03 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	
Malte	% du PIB	0,03 %	0,04 %	0,07 %	0,05 %	0,13 %	0,08 %	0,03 %	0,07 %	0,03 %	
Espagne	% du PIB	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,02 %	0,02 %	
Suisse	% du PIB	0,19 %	0,20 %	0,16 %	0,19 %	0,16 %	0,18 %	0,22 %	0,21 %	0,19 %	0,15 %
- titres suisses	% du PIB	0,03 %	0,03 %	0,02 %	0,04 %	0,02 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,03 %	0,02 %
- titres étrangers	% du PIB	0,16 %	0,17 %	0,14 %	0,15 %	0,14 %	0,15 %	0,18 %	0,19 %	0,16 %	0,12 %
Royaume-Uni	% du PIB	0,16 %	0,16 %	0,20 %	0,17 %	0,17 %	0,15 %	0,18 %	0,18 %	0,17 %	0,12 %

Sources : Eurostat, Statistique fiscale de l'AFC (Suisse), Office for National Statistics (Royaume-Uni)

La raison principale du niveau relativement élevé des recettes fiscales en Suisse est que, contrairement aux autres pays, les titres étrangers sont également soumis au droit de timbre de négociation suisse et qu'ils représentent la majeure partie des recettes fiscales, avec 84 % en 2023. À l'inverse, les recettes provenant de la taxation des titres suisses (0,03 % du PIB) sont plutôt inférieures à la moyenne européenne.

Ce schéma s'explique par la différence de fondement de l'impôt. Les taxes actuelles sur les transactions sur titres, comme celles du Royaume-Uni, de la France et de l'Italie, sont basées sur le principe de l'émission. La taxe est alors liée au transfert de la propriété des titres émis par un émetteur domicilié dans le pays concerné. L'imposition a lieu indépendamment du lieu de résidence des personnes nationales ou étrangères participant à la transaction, des intermédiaires financiers intervenant ou du lieu de la plateforme de négoce.

Ce système obtient de bons résultats pour ce qui est de la couverture la plus complète possible du négoce en bourse ou sur le marché de gré à gré. Ce constat vaut en tout cas pour le négoce de droits de participation sur du capital propre et leurs dérivés. En ce qui concerne les capitaux de tiers, les entreprises sont nettement plus flexibles et émettent leurs obligations dans un lieu où il n'existe pas de taxe sur les transactions de titres des marchés primaire et secondaire ni de retenue à la source sur les revenus d'intérêts sur le marché international. Ce n'est donc pas un hasard si la taxation selon le principe de l'émission se limite le plus souvent aux actions et, éventuellement, à leurs dérivés. L'assiette fiscale du principe de l'émission est ainsi relativement faible.

Le droit de timbre de négociation suisse se fonde sur le principe de la résidence, selon lequel ce n'est pas la résidence du client final en tant qu'acheteur ou vendeur d'un titre ou celle de la plateforme de négoce qui est déterminante, mais celle du commerçant de titres en tant qu'intermédiaire financier. La résidence du courtier en tant qu'intermédiaire financier est également à l'origine de l'échec de l'expérience de la taxe suédoise sur les transactions sur titres. Le fait qu'il soit possible d'éviter facilement la taxe en passant par l'étranger ou par des substituts exonérés d'impôt et que cette délocalisation s'avérait malgré tout rentable en raison des taux d'imposition élevés a en effet contribué à l'échec de cette expérience.

Pour ce qui est de l'imposition des droits de participation nationaux au capital propre, le principe de la résidence est subordonné au principe de l'émission en ce qui concerne le rendement de la taxe, car cette dernière peut être évitée en faisant appel à un intermédiaire financier étranger pour transmettre la transaction plutôt qu'à un intermédiaire financier national. Selon le principe de l'émission, les transactions effectuées par des personnes nationales qui recourent à des intermédiaires financiers étrangers pour se soustraire à la taxe ainsi que par des investisseurs étrangers qui détiennent leur dépôt à l'étranger seraient également imposées. Il est toutefois difficile d'estimer le montant des recettes fiscales supplémentaires qui pourrait en résulter.

7.2.2 Non-imposition de la tenue de marché et des opérations des intermédiaires

La tenue de marché n'est pas soumise au droit de timbre de négociation, car les commerçants de titres sont exonérés de leur part de ce droit lorsqu'ils effectuent des opérations pour leur propre stock commercial et des opérations d'entremise. Dans d'autres pays également, la tenue de marché est exemptée de la taxe.

La tenue de marché remplit une fonction importante : fournir de la liquidité aux marchés. Une imposition porterait trop atteinte à la liquidité des marchés et nuirait non seulement à la qualité des marchés, mais aussi à la compétitivité de la place financière. Il est à cet égard cohérent que, pour le droit de timbre de négociation suisse, l'exemption ne soit pas trop étendue, les commerçants de titres devant s'acquitter de leur part au droit de timbre de négociation pour les opérations sur leur propre stock hors du stock commercial.

En outre, l'exemption des entremises évite les effets de cascade dans les chaînes d'entremise comptant plus d'un intermédiaire.

Pour ces raisons, il convient de maintenir l'exonération des opérations pour le stock commercial propre et les entremises.

7.2.3 Non-imposition du négoce à haute fréquence

Le négoce à haute fréquence n'est aujourd'hui pas imposé parce que le droit de timbre est lié au transfert de la propriété. Les *traders* à haute fréquence ne deviennent en principe pas propriétaires des titres parce qu'ils ne les détiennent généralement pas jusqu'au lendemain (MONSCH, 2018, p. 448).

Le négoce à haute fréquence étant extrêmement mobile, il ne peut de toute façon pas être soumis à une imposition au niveau unilatéral. Plus précisément, un pays ne peut choisir qu'entre le négoce à haute fréquence non taxé et l'absence de négoce à haute fréquence. La mise en œuvre d'une imposition du négoce à haute fréquence exigerait donc une approche multilatérale.

Même si l'on considère que le négoce à haute fréquence est ambivalent ou que l'on est très critique à son égard, il est préférable d'apporter à ce problème une solution réglementaire et non une solution fiscale. La boîte à outils de la réglementation des marchés financiers contient des instruments nettement plus appropriés pour combattre de façon ciblée les manifestations

et les évolutions indésirables. À l'inverse, l'effet d'une taxe est peu ciblé et ne permet guère de faire la distinction entre les formes plus problématiques et non problématiques du négoce à haute fréquence.

De ce fait, il faut conserver le lien existant entre l'imposition et le transfert de propriété, pour que le négoce à haute fréquence reste exonéré.

7.2.4 Appréciation du droit de timbre de négociation sous l'angle de la prospérité nationale

Les effets du droit de timbre de négociation sur la prospérité nationale varient selon les émetteurs suisses, les investisseurs et les intermédiaires, c'est-à-dire l'entremise financière intérieure.

Seul le droit de timbre de négociation sur les titres suisses a un impact négatif sur les émetteurs suisses. Son effet est analogue à celui du droit de timbre d'émission. Le droit de timbre sur les titres étrangers n'a pas d'incidence sur les émetteurs suisses.

Le droit de timbre de négociation a des répercussions négatives sur la prospérité des investisseurs, qu'il soit perçu sur des titres suisses ou étrangers. Du point de vue de la prospérité nationale, seules les répercussions sur la prospérité des investisseurs suisses sont déterminantes.

Dans cette perspective, le droit de timbre sur les titres suisses perçu auprès des investisseurs suisses est le plus dommageable tandis que le droit de timbre sur les titres étrangers perçu auprès des investisseurs étrangers l'est le moins.

Le droit de timbre de négociation se répercute de la manière suivante sur l'entremise, c'est-à-dire les intermédiaires :

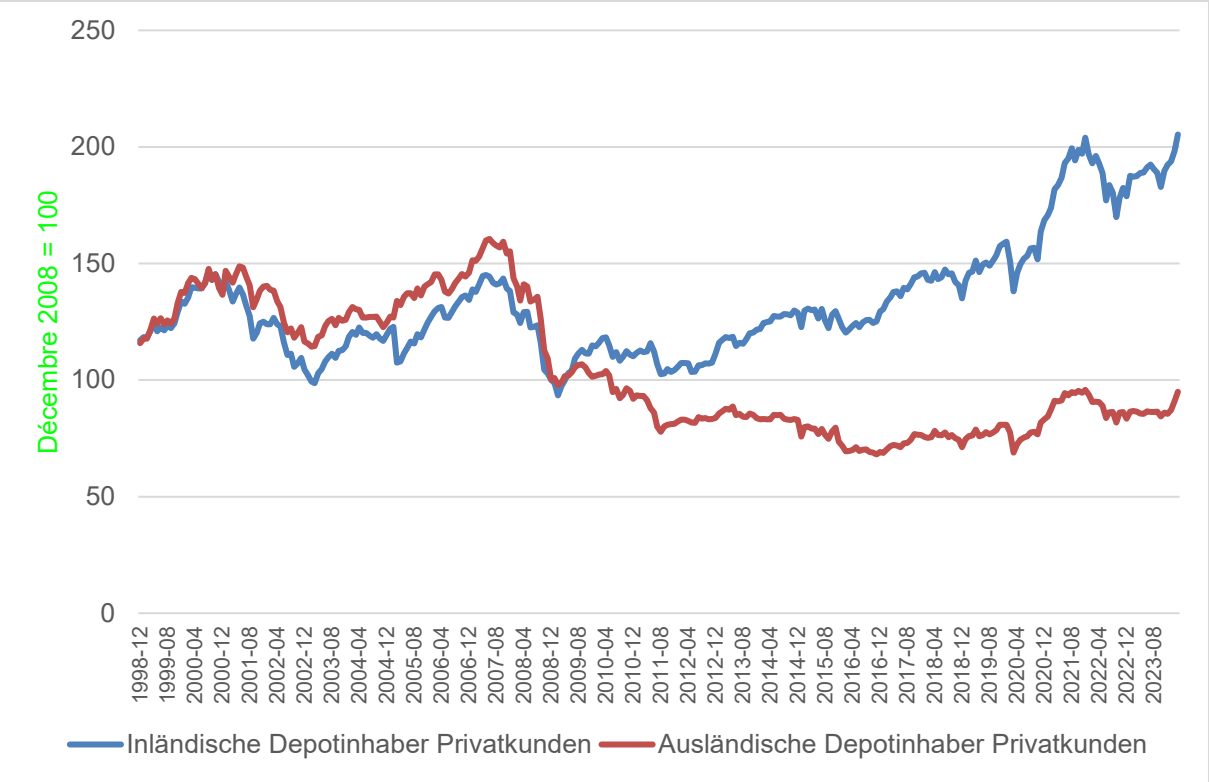
- Sous l'objectif d'efficacité, le droit de timbre de négociation restreint le volume des transactions et par conséquent la liquidité du marché suisse des capitaux. Le problème est plus grave pour le marché des obligations, le volume des transactions au marché des actions étant relativement élevé par rapport à l'étranger.
- Dans la mesure où les émetteurs ou les investisseurs remplacent les services des intermédiaires financiers suisses par des prestations fournies par des centres financiers étrangers en raison du droit de timbre de négociation, ce droit dessert les intermédiaires financiers suisses et diminue la compétitivité.

Dans son étude « *Schrittweise Abschaffung der Stempelabgaben* » (AFC, 2011, p. 26), le groupe de travail en charge a écrit ce qui suit : « Le fait qu'une partie substantielle du produit de l'impôt est générée par des clients étrangers de banques suisses indique que le désavantage de la localisation est limité. Du point de vue de la Suisse, ce produit est encaissé sans perte d'efficience. Grâce aux recettes tirées de cette exportation fiscale, d'autres impôts entraînant des distorsions peuvent être fixés à un niveau inférieur, sans incidence sur le produit de l'impôt. Il en résulte même une amélioration de l'objectif d'efficience. À la suite de la modification de l'environnement pour les capitaux non déclarés, il serait toutefois possible que l'élasticité des prix des clients étrangers augmente, si bien que cet argument pourrait perdre un peu de son importance à l'avenir. » (traduction libre).

Le graphique 1 montre l'évolution des portefeuilles de titres détenus en dépôt par les banques suisses pour le compte de clients privés suisses et étrangers entre décembre 1998 et mars 2024. Les deux courbes chronologiques sont indexées, le niveau de l'indice de

décembre 2008 ayant été fixé à 100[52]. Avant cela, les stocks de titres détenus dans les dépôts des clients privés suisses et étrangers évoluaient dans une large mesure parallèlement ; depuis lors, les stocks de titres des clients étrangers connaissent une évolution moins favorable que ceux des clients suisses.

Graphique 1 Portefeuille de titres détenus en dépôt par les banques suisses pour le compte de clients



Source : Banque nationale suisse

Cette évolution reflète la sensibilité accrue des clients étrangers aux prix et la détérioration de la position concurrentielle des banques suisses dans les affaires transfrontalières avec la clientèle privée. La levée du secret bancaire fiscal pour la clientèle privée étrangère dans le cadre de l'échange automatique de renseignements, entré en vigueur en 2018, a modifié les conditions-cadres. En ce qui concerne les services des intermédiaires financiers suisses, il convient désormais d'accorder à l'attrait de la place économique suisse une importance bien plus grande qu'en 2011.

7.2.5 Stratégies alternatives pour le droit de timbre de négociation

Les options suivantes sont envisageables en termes de stratégie en matière de droit de timbre de négociation :

[52] Sous la pression internationale du G20 et de l'OCDE, le gouvernement suisse a décidé, le 13 mars 2009, de reprendre, en ce qui concerne l'assistance administrative en matière fiscale, le standard de l'OCDE tel que défini à l'art. 26 du modèle de convention de l'OCDE. Depuis lors, la Suisse accorde l'assistance administrative non seulement en cas de fraude fiscale, mais aussi en cas de soustraction d'impôt. Depuis 2009, le secret bancaire était soumis à une forte pression dans les relations internationales suite à des différends fiscaux avec quelques pays et à la remise de différents supports de données à des autorités fiscales étrangères à titre d'informations.

- *Stratégie proactive en lien avec la place financière :* si les banques suisses doivent être mises sur un pied d'égalité avec leurs concurrents étrangers dans le domaine de la gestion de fortune transfrontalière en ce qui concerne les impôts sur les transactions financières, il faudrait supprimer le droit de timbre de négociation sur les titres étrangers, du moins pour les investisseurs étrangers. Ainsi, lorsqu'ils effectuent des placements liés à leurs transactions commerciales, ces clients seraient soumis, indépendamment de leur domicile, à la taxe sur les transactions sur titres du pays de placement concerné, si celui-ci connaît une telle taxe. Cela permettrait d'éviter une double imposition entre la taxe sur les transactions sur titres perçue par le pays de placement selon le principe de l'émission et le droit de timbre de négociation suisse sur les titres étrangers. Sur la base des données de 2023, il en résulterait une diminution des recettes d'environ 500 millions de francs. Ces pertes de recettes statiques seraient toutefois contrebalancées par des recettes supplémentaires si les banques parvenaient, avec de meilleures conditions-cadres, à attirer davantage de placements pour les opérations de dépôt[53]. Il serait ainsi possible de renoncer à supprimer également le droit de timbre de négociation sur les titres étrangers pour les investisseurs suisses – une suppression qui entraînerait une nouvelle diminution des recettes de 500 millions de francs. En effet, la différence actuelle entre les taux applicables aux titres suisses et ceux applicables aux titres étrangers se justifie parfaitement pour les investisseurs suisses, car les titres étrangers ne sont pas garantis par l'impôt anticipé.
- *Stratégie visant à l'obtention de recettes supplémentaires :* conformément au mandat du postulat, on peut également se demander par quelles mesures des recettes supplémentaires pourraient être générées dans le domaine du droit de timbre de négociation sans entraîner des répercussions négatives trop importantes sur l'attrait de la place économique et les objectifs d'efficacité. Eu égard à l'attrait de la place économique suisse, il ne serait pas indiqué de relever le taux d'imposition des titres étrangers au-delà du taux actuel de 0,3 %, étant donné que cela risquerait d'accroître l'exode des fonds étrangers et inciterait davantage les investisseurs suisses plus mobiles à remplacer les intermédiaires financiers suisses par des intermédiaires financiers étrangers. Ainsi, seul le taux sur les titres suisses pourrait être augmenté et passer de 0,15 % à 0,30 %, malgré les répercussions négatives sur l'objectif d'efficacité. Cette hausse du taux générerait des recettes supplémentaires de l'ordre de 150 à 200 millions de francs.

8 Taxe sur les opérations sur différence d'intérêts des banques

En matière d'opérations sur différence d'intérêts des banques, il est possible de prélever une taxe soit sur les opérations de crédit, soit sur les dépôts. En Europe, la Belgique, le Luxembourg, le Portugal et la Suède prélèvent une taxe sur les transactions hypothécaires. Parmi les pays du G20, le Brésil taxe les opérations de crédit. Les taxes sur les dépôts sont très fréquentes principalement en Amérique latine et en Asie. Parmi les pays du G20, l'Argentine taxe les versements et les prélèvements sur les comptes courants bancaires.

---

[53] L'association professionnelle SWISSBANKING (2020, p. 3) a fait remarquer que des dépôts de titres représentant bien 600 milliards de francs étaient détenus à l'étranger en raison du droit de timbre de négociation, qui dissuadait les nouveaux clients d'effectuer leurs dépôts auprès de banques suisses. SWISSBANKING a estimé que la suppression totale du droit de timbre de négociation (en premier lieu sur les titres étrangers) génèrerait de nouvelles affaires et un potentiel d'affaires supplémentaire généré par le rapatriement d'environ 2 200 milliards de francs en l'espace de dix ans.

8.1 Taxe sur les transactions sur les nouveaux prêts hypothécaires

En Europe, la Suède est le pays où les taxes sur les transactions hypothécaires ont le plus d'incidence sur le plan fiscal. Les recettes générées par le droit de timbre sur les crédits hypothécaires immobiliers se sont élevées à 0,26 % du PIB en 2022, avec un taux d'imposition de 2 %. Une telle taxe rendrait plus coûteux les emprunts destinés à financer l'immobilier.

Selon les données de la BNS, le volume des nouveaux prêts hypothécaires s'élevait, en Suisse, à 78 milliards de francs, dont 62 milliards pour les immeubles d'habitation. Si une taxe de 1 % avait été perçue sur ces prêts (donc au même taux que le droit d'émission sur le capital propre), des recettes fiscales de 780 millions de francs auraient été réalisées pour une taxe frappant tous les prêts hypothécaires et de 620 millions de francs pour une taxe ne frappant que les prêts hypothécaires pour les immeubles d'habitation, si l'on suppose qu'il n'y ait pas de changements de comportement.

Pour prévenir des stratégies d'évitement sur des durées plus longues, il serait opportun de lier le taux de la taxe à la durée du crédit. Il pourrait par exemple s'élever à 0,1 % pour chaque année pleine ou entamée de la durée du crédit.

Mais même ainsi, il faudrait s'attendre à ce que l'imposition induise un recul du volume des prêts hypothécaires. Si l'on estime ce recul à 5 % pour les prêts hypothécaires afférents aux immeubles d'habitation et à 10 % pour les autres prêts hypothécaires, le potentiel de recettes s'élèverait à environ 730 millions de francs pour une taxe frappant tous les prêts hypothécaires et à environ 590 millions de francs pour une taxe frappant les prêts hypothécaires afférents à des immeubles d'habitation.

Il faut cependant noter qu'une telle taxe sur les crédits hypothécaires ne serait justifiée ni sous l'angle de l'objectif fiscal ni sous celui de l'objectif d'incitation. Sous l'angle de l'objectif fiscal, il serait plus approprié de prévoir une combinaison d'un impôt sur la valeur du sol, d'une taxe compensant la plus-value résultant de mesures d'aménagement, d'une imposition des gains immobiliers et des rendements locatifs, y compris des valeurs locatives, avec déduction des frais d'entretien et des intérêts passifs. Si l'on veut, sous l'angle de l'objectif d'incitation, freiner l'incitation à l'endettement, entrent en ligne de compte une limitation de la déduction des intérêts passifs et une exonération des valeurs locatives spécifiquement pour le logement occupé par son propriétaire accompagnée d'une suppression de la déduction pour les frais d'entretien et de la déduction des intérêts passifs correspondants. Il ne reste pas de place pour une imposition des crédits hypothécaires.

8.2 Taxe sur les transactions sur les dépôts bancaires

Les dépôts bancaires présentent l'attrait d'une assiette fiscale importante, généralement bien supérieure au PIB, de sorte qu'un taux d'imposition relativement bas permet potentiellement de générer un montant non négligeable de recettes. Ces taxes sont faciles à gérer : en effet, seul un petit nombre d'établissements financiers importants prélève et verse la taxe sur les transactions de leurs clients. Ainsi, les taxes sur les dépôts bancaires sont souvent introduites par des pays en crise budgétaire afin de générer rapidement des recettes substantielles (MATHESON, 2011, p. 6).

Tant KIRILENKO ET SUMMERS (2004) que BACA-CAMPODONICO et al. (2006) constatent qu'à taux d'imposition constant, les recettes provenant des taxes sur les dépôts bancaires s'érodent au fil du temps. KIRILENKO ET SUMMERS (2004) relèvent que l'assiette fiscale de trois pays d'Amérique latine a diminué de 28 % à 47 % en réaction à l'introduction de la taxe, ce qui s'explique par le fait que les contribuables apprennent à éviter la taxe en utilisant des paiements en espèces, des endossements multiples de chèques et des comptes bancaires offshore.

Les gouvernements tentent donc souvent d'augmenter le taux d'imposition pour accroître les recettes, ce qui conduit pourtant dans bien des cas à une réduction encore plus importante de l'assiette fiscale. Par conséquent, les taux d'imposition sont généralement instables et il est fréquent que les taxes soient supprimées quelques années après leur introduction (MATHESON, 2011, p. 6).

La taxe porte préjudice à l'intermédiation financière, car les banques, qui doivent s'en acquitter, la répercutent en général en augmentant le différentiel d'intérêt (MATHESON, 2011, p. 6). Il en découle d'une part une hausse des intérêts pour les crédits (intérêts actifs), qui entrave les investissements de l'économie réelle et renchérit les emprunts de l'État et, d'autre part, une baisse des intérêts sur les dépôts (intérêts passifs), qui sape la constitution de l'épargne.

Comme il s'agit d'une taxe sur les transactions brutes, les taxes sur les dépôts bancaires peuvent marquer l'ensemble de la chaîne de production et produire un effet en cascade. Il en résulte une distorsion des chaînes de création de valeur en faveur de l'intégration verticale (MATHESON, 2011, p. 6).

L'effet en cascade peut rendre complexe et imprévisible l'incidence de la taxe qui, même si elle est parfois présentée comme progressive, peut finalement toucher en premier lieu les clients plutôt que les établissements financiers et leurs propriétaires. ARBALAEZ et al. (2005) considèrent la taxe sur les dépôts bancaires comme une taxe de consommation dont le taux varie arbitrairement selon les produits. Son incidence dépend donc de l'intensité des transactions sur les produits de consommation ainsi que des schémas de consommation (MATHESON, 2011, p. 6).

Le passé a montré que les expériences en matière de taxes sur les transactions sur les dépôts bancaires ne sont pas convaincantes. Cette mesure est donc abandonnée.

9 Taxe sur les transactions sur devises

TOBIN (1974, 1978) a proposé, lors de ses *Janeway Lectures* à l'université de Princeton en 1972, une taxe mondiale unique sur les transactions sur devises au comptant. Selon un postulat de base de la théorie économique sur les économies ouvertes, les taux de change fixes, la mobilité internationale des capitaux et l'autonomie monétaire nationale ne sont pas compatibles simultanément. La taxe Tobin visait donc à « jeter du sable » dans les rouages financiers internationaux. Son but était de créer une marge de manœuvre pour des taux d'intérêt nationaux différents afin que la politique monétaire nationale puisse répondre aux besoins macroéconomiques nationaux résultant de l'adaptation imparfaite des marchés du travail et des biens aux chocs. Cela s'appliquait même si la taxe Tobin devait ne pas réduire la volatilité des taux de change (EICHENGREEN et al., 1995, p. 165). L'espoir que la volatilité des taux de change diminue est lié au fait que la taxe Tobin devait décourager davantage les acteurs du marché ayant un horizon d'investissement et une durée de détention plus courts que ceux qui investissent à l'étranger à long terme et qui, par ailleurs, se fondent sur les indicateurs de base.

L'introduction de la monnaie unique dans un nombre croissant d'États membres de l'UE a fortement diminué l'importance de l'idée initiale de taxer les transactions sur devises dans le contexte européen (HEMMELGARN ET NICODÈME, 2008, p. 30 s. ; PEKANOV ET SCHRATZENSTALLER, 2017, p. 1). Cette taxation est encore parfois proposée par des organisations non gouvernementales qui voient en elle un moyen de générer des recettes pour financer l'aide au développement ou des projets similaires, tout en apprivoisant les marchés financiers (HEMMELGARN ET NICODÈME, 2008, p. 31).

EICHENGREEN et al. (1995, p. 165) relèvent qu'une taxe sur les transactions sur devises devrait impérativement être instaurée de manière universelle et uniforme et qu'elle devrait s'appliquer à tous les pays, le taux d'imposition devant alors être le même sur tous les marchés. À l'appui de cette affirmation, ils précisent que toute introduction unilatérale dans un pays entraînerait simplement la délocalisation de son négoce de devises[54] et n'aurait par conséquent pas de sens, ne serait-ce que pour cette raison. La taxe sur les transactions sur devises n'entre donc pas en ligne de compte comme source de financement de l'AVS.

10 Estimation du potentiel de recettes supplémentaires

Le tableau 10 récapitule le potentiel de recettes supplémentaires résultant des considérations exposées aux chiffres 6 à 9. Le présent rapport ne recommande toutefois aucune de ces mesures, pour les raisons évoquées ci-dessus. Les estimations montrent en outre que le potentiel de recettes supplémentaires qui résulterait d'une extension des taxes sur les transactions financières déjà existantes est limité.

Tableau 10 Recettes supplémentaires potentielles par type de taxe et par mesure

Taxe concernée	Mesure	Recettes supplémentaires
Droit de timbre d'émission	Augmentation du taux de 1 % à 2 %	200 millions de francs
	Abaissement de la franchise de 1 million de francs à 500 000 francs	Non quantifiées
	Augmentation du taux de 1 % à 2 % couplée à un abaissement de la franchise de 1 million de francs à 250 000 francs	Non quantifiées
	Réintroduction du droit de timbre d'émission sur les emprunts	220 millions de francs, nets, après déduction du droit de timbre payé par la Confédération elle-même
Droit de timbre de négociation	Augmentation de 0,15 % à 0,30 % du taux pour les titres suisses	150 à 200 millions de francs
Taxe sur les nouveaux prêts hypothécaires	Introduction d'une taxe sur les nouveaux prêts hypothécaires afférents aux immeubles d'habitation au taux de 0,1 % pour chaque année complète ou entamée de la durée du crédit	590 millions de francs
	Introduction d'une taxe sur tous les nouveaux prêts hypothécaires afférents au taux de 0,1 % pour chaque année complète ou entamée de la durée du crédit	730 millions de francs

Source : propre représentation

11 Alternatives aux taxes sur les transactions financières

Étant donné que les taxes sur les transactions sur titres faussent les décisions en matière de production, il conviendrait en principe de les éviter lorsqu'il existe des impôts plus efficients sur le revenu ou la consommation (MATHESON 2011, p. 26 ; justification sous l'angle de l'objectif fiscal, chiffre 3.1 supra). La présente section traite des alternatives aux taxes sur les transactions sur titres qui permettent soit de dégager des recettes du secteur financier (chiffre 11.1), soit de limiter les excès dans le secteur financier au sens de l'objectif d'incitation (chiffre 11.2). Comme la Suisse applique un droit de timbre de négociation et un droit de timbre d'émission, le secteur financier n'est pas sous-imposé et les variantes motivées par des raisons fiscales doivent donc être considérées comme des alternatives possibles et non comme un complément aux taxes sur les transactions financières déjà existantes.

[54] Cela vaut en tout cas pour les devises librement convertibles. En dehors de l'Europe et parmi les pays du G20, l'Argentine et le Brésil appliquent de manière unilatérale une taxe sur les transactions sur devises.

11.1 But fiscal

11.1.1 Extension de la taxe sur la valeur ajoutée à d'autres services financiers

Si l'objectif est de dégager des recettes du secteur financier, une des possibilités remplaçant les taxes sur les transactions financières existantes consiste à améliorer l'application de la TVA sur les services financiers (MATHESON 2011, p. 27).

Comme il est difficile d'imposer des services rémunérés par une marge financière, tels que l'octroi de crédits, les opérations de dépôt et la tenue de marché, les services financiers sont souvent exonérés de la TVA. Il en résulte une surimposition des services pour les entreprises qui ne bénéficient pas de la déduction de l'impôt préalable sur les prestations intermédiaires du secteur financier, et une sous-imposition pour les consommateurs qui ne doivent pas payer de TVA sur la valeur ajoutée créée par les institutions financières (MATHESON 2011, p. 27). HUIZINGA (2002) estime que cela aboutit à une sous-imposition nette des services financiers. Une extension de la TVA à tous les services financiers payants permettrait de corriger en partie ces distorsions. Des systèmes d'application de la TVA aux marges d'intérêt des banques ont également été développés, sans avoir été mis en œuvre en raison de leur complexité. Dans l'étude du 18 septembre 2012 réalisée par le groupe de travail « Suppression graduelle des droits de timbre », les recettes supplémentaires que pourrait générer la soumission à la TVA des commissions sur les prestations financières jusqu'alors exclues du champ de l'impôt étaient estimées à 81 millions de francs seulement par rapport aux recettes fiscales du droit de timbre de négociation, estimées à l'époque à 1,4 milliard de francs.

11.1.2 Taxe sur les activités financières

Pour remplacer le droit de timbre de négociation et le droit de timbre d'émission, il serait possible d'appliquer une taxe sur les activités financières (*financial activities tax*, FAT), telle que celle décrite par le FMI (2010) et KEEN et al. (2016), dans la mesure où les services financiers ne sont pas entièrement soumis à la TVA. Cette taxe pourrait être appliquée soit sur la base de l'intégralité de la création de valeur, soit sur les rémunérations et les gains dépassant une valeur seuil définie – c'est-à-dire sur les rentes du secteur financier. Comme ces deux types de FAT ne seraient pas imputables aux entreprises en tant qu'utilisatrices de services financiers, ils entraîneraient un certain effet en cascade. Toutefois, cet effet serait moins important que celui provoqué par une taxe sur les transactions financières et la FAT fausserait moins la concurrence pour dégager un certain montant de recettes puisqu'elle taxe la valeur ajoutée nette et non la valeur brute des transactions (MATHESON 2011, p. 27).

11.2 Objectif d'incitation contre l'incitation au surendettement

Si, sous l'angle de l'objectif d'incitation, le but est de contenir un financement excessif par des tiers, dont l'effet de levier est considéré comme la cause de possibles excès sur les marchés financiers, d'autres solutions fiscales ou réglementaires sont préférables aux taxes sur les transactions sur titres (MATHESON 2011, p. 26). La complexité des marchés financiers ne résulte ni exclusivement ni principalement aux activités de négoce. L'accumulation de risques financiers cachés lors de la crise financière de 2008 résultait avant tout d'un endettement excessif, de la concentration des risques et d'innovations en matière de produits telles que la titrisation d'actifs. Ces différents éléments n'auraient en grande partie pas été touchés par une taxe sur les transactions (MATHESON 2011, p. 26). Il convient également de noter qu'une taxe sur les transactions sur titres n'adresse pas non plus directement le risque systémique (MATHESON 2011, p. 26).

11.2.1 Contribution à la stabilité financière

Afin de limiter l'endettement au niveau institutionnel, il est possible d'appliquer une taxe sur les dettes inscrites au bilan (déduction faite des dépôts assurés et des capitaux propres), telle que la contribution à la stabilité financière (*financial stability contribution*, FSC ; FMI, 2010). La FSC peut être aménagée de manière à ce que les établissements d'importance systémique soient imposés plus fortement du fait que leurs risques représentent un danger plus important pour l'économie dans son ensemble (MATHESON 2011, p. 26).

Contrairement à d'autres pays, la Suisse n'a pas introduit de FSC, mais a imposé des exigences plus strictes en matière de fonds propres. Par ailleurs, dans son message du 6 septembre 2023 concernant la modification de la loi sur les banques (*public liquidity backstop*) (23.062), le Conseil fédéral a proposé de prélever, au profit du budget général de la Confédération, un forfait *ex ante* à verser par les banques d'importance systémique ou les établissements faisant partie d'un groupe financier d'importance systémique. Cette mesure vise à compenser le risque de perte que la Confédération court en mettant à disposition de la BNS une garantie en cas de défaillance pour les prêts d'aide sous forme de liquidités. Le projet est en cours d'examen par le Parlement.

11.2.2 Modification de l'impôt sur le bénéfice

Un autre moyen d'éliminer les incitations à l'endettement au niveau des entreprises serait de réformer l'impôt sur le bénéfice, lequel favorise le financement par l'emprunt par rapport au financement par fonds propres en raison de son traitement différent des intérêts et des bénéfices (MATHESON 2011, p. 26). Cette inégalité de traitement pourrait être corrigée au niveau de l'entreprise, en supprimant la déductibilité des intérêts de la dette (*comprehensive business income tax*, CBIT)[55] ou en prévoyant une déduction supplémentaire pour les intérêts notionnels sur le capital propre (*allowance for corporate equity*, ACE)[56].

Taxe générale sur les revenus d'entreprise

Une taxe générale sur les revenus d'entreprise (*comprehensive business income tax*, CBIT) frappe les revenus de la fortune au niveau de l'entreprise à hauteur du taux d'imposition des bénéfices. Si la CBIT est introduite unilatéralement, elle crée un désavantage pour la place économique, car elle entraîne une double imposition pour les investisseurs étrangers et n'est donc pas attrayante. De ce fait, cette taxe ne pourrait être sérieusement envisagée qu'en tant qu'élément central d'un système fiscal harmonisé au niveau international et son utilité dépendra de l'harmonisation définie. Si tous les pays industrialisés (principaux) s'entendaient sur l'application de cette taxe et si l'harmonisation des taux, des bases d'imposition et des techniques de perception réussissait, la CBIT permettrait de garantir tant la neutralité des exportations de capitaux que l'exécution de la créance fiscale vis-à-vis des bénéficiaires de revenus de la fortune. Sur le plan individuel, tous les revenus de la fortune, qu'ils proviennent de Suisse ou de l'étranger, seraient alors exonérés pour le bénéficiaire.

---

[55] Si la taxe est réellement globale (*comprehensive*), conformément à l'idée fiscale, l'assiette fiscale inclut tous les paiements qui ne sont pas des revenus du travail, c'est-à-dire, outre les bénéfices et les intérêts sur la dette, les loyers et fermages payés ou les redevances d'utilisation payées pour les brevets et les licences. Dans ce cas, la CBIT s'applique à l'ensemble du revenu de la fortune au niveau de l'entreprise.

[56] Dans la variante *allowance for corporate capital* (ACC), la déduction des intérêts notionnels est appliquée au capitaux de tiers et au capital propre et, en contrepartie, la déductibilité des intérêts sur la dette est supprimée.

Impôt sur le bénéfice corrigé des intérêts

Contrairement à la proposition précédente, un impôt sur le bénéfice corrigé des intérêts pourrait être mis en œuvre de manière unilatérale[57]. Au niveau des entreprises, seuls les revenus de la fortune sous forme de primes de risque et de rentes économiques y seraient soumis, tandis que la rémunération du capital (propre) au taux d'intérêt sans risque serait exonérée. Sur le plan individuel, différentes variantes sont envisageables, les revenus de la fortune pouvant être imposés plus ou moins fortement, séparément du revenu provenant d'une activité lucrative sous la forme d'un impôt libératoire ou en même temps que le revenu de l'activité lucrative au même taux d'imposition personnel[58].

Abattement pour la réduction de la distorsion fiscale en faveur de l'endettement

Le 11 mai 2022, la Commission européenne a présenté une proposition de directive relative à un abattement pour la réduction de la distorsion fiscale en faveur de l'endettement (*debt equity bias reduction allowance*, DEBRA)[59]. La proposition prévoit, pour les sociétés de capitaux non financières, la déductibilité fiscale des intérêts notionnels sur les fonds propres tout en limitant la déductibilité fiscale des surcoûts d'emprunt. Cette proposition de la Commission est en suspens au Conseil depuis décembre 2022.

La première mesure prévoit la déduction des intérêts notionnels sur les augmentations de fonds propres réalisées durant l'année fiscale en cours. L'intérêt notionnel sur le capital propre supplémentaire ainsi constitué est reconnu pendant dix ans comme charge fiscale. La rémunération correspond au taux d'intérêt sans risque pour les placements d'une durée de dix ans, majoré d'une prime de risque de 1 % et de 1,5 % pour les petites et moyennes entreprises (PME). En valeur absolue, la déductibilité de l'abattement sur le capital propre est limitée à 30 % du bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (EBITDA). La deuxième mesure prévoit de limiter la déductibilité des intérêts à 85 % des surcoûts d'emprunt, dans la mesure où ces derniers sont supérieurs aux revenus des intérêts.

12 Compétence d'imposer de la Confédération et utilisation des recettes

12.1 Compétence de la Confédération de percevoir des taxes sur les transactions financières

La compétence de la Confédération de percevoir les deux taxes sur les transactions financières existantes, à savoir le droit de timbre d'émission et le droit de timbre de négociation, se fonde sur l'art. 132, al. 1, Cst. Cette disposition couvre également les mesures qui impliqueraient des relèvements des taux du droit de timbre d'émission et du droit de timbre de négociation, une réduction de la franchise ou une réintroduction du droit sur les emprunts

---

57 Toutefois, l'imposition minimale de l'OCDE incite à aligner l'assiette fiscale nationale de l'impôt sur le bénéfice sur celle de l'OCDE, afin de rendre la charge fiscale la plus attrayante possible pour la place économique. Cela plaide contre l'introduction unilatérale de l'impôt sur le bénéfice corrigé des intérêts tant que la déduction des intérêts notionnels du capital propre n'est pas intégrée dans l'assiette fiscale de l'OCDE.

58 Dans le cadre de la loi fédérale relative au projet fiscal 17 (PF 17 ; FF 2018 2565), entrée en vigueur en 2020, une déduction pour autofinancement a été introduite à l'art. 25*a*[bis] de la loi fédérale du 14 décembre 1990 sur l'harmonisation des impôts directs des cantons et des communes (LHID ; RS 642.14). À certaines conditions restrictives, les cantons sont autorisés à prévoir la déduction d'un intérêt notionnel sur le capital propre lorsqu'il est bien supérieur à la moyenne. Les exigences quant au montant du capital propre sont élevées, de sorte que seule une minorité de sociétés peut profiter de cette déduction. Seul le canton de Zurich a introduit cette mesure.

59 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0216

dans le cadre du droit de timbre d'émission. Il serait ainsi possible de mettre en œuvre de telles mesures sans modification de la Constitution.

L'art. 132, al. 1, Cst. a été conçu pour les droits de timbre perçus jusqu'à présent par la Confédération. Les nouvelles taxes sur les transactions financières n'ont pas suffisamment de liens avec ces droits de timbre, notamment au vu du contexte historique de ces derniers, si bien que leur introduction nécessiterait la création d'une nouvelle base constitutionnelle.

12.2 Utilisation des recettes en faveur de l'AVS

12.2.1 Règles constitutionnelles relatives au financement de l'AVS et de l'AI

Les al. 3 à 5 de l'art. 112 Cst. contiennent les règles applicables au financement de l'AVS et de l'AI.

- Conformément à l'al. 3, l'assurance est financée par les cotisations des assurés, l'employeur prenant à sa charge la moitié du montant de la cotisation lorsque l'assuré est employé (let. a), et par des prestations de la Confédération (let. b).
- Conformément à l'al. 4, les prestations de la Confédération ne doivent pas excéder la moitié des dépenses. Cette limitation vise à préserver le caractère d'assurance du premier pilier en ce sens qu'au moins la moitié des dépenses sont financées par les cotisations (GÄCHTER ET FILIPPO, 2015, art. 112 Cst. N° 37).
- Conformément à l'al. 5, les prestations de la Confédération sont financées prioritairement par le produit net de l'impôt sur le tabac (art. 131, al. 1, let. a, Cst.), de l'impôt sur les boissons distillées (art. 131, al. 1, let. b, Cst.) et de l'impôt sur les recettes des maisons de jeu (art. 106, al. 2, Cst.).

Par ailleurs, l'art. 130 Cst. contient également deux dispositions relatives au financement de l'AVS et de l'AI, respectivement de l'AVS au moyen de la TVA.

- L'al. 3 prévoit que si, par suite de l'évolution de la pyramide des âges, le financement de l'AVS et de l'AI n'est plus assuré, la Confédération peut, dans une loi fédérale, relever de 1 point au plus le taux normal de la TVA et de 0,3 point au plus son taux réduit. Cette disposition est en vigueur depuis le 1er janvier 1999 (IMSTEPF ET BEUSCH, 2023, art. 130 Cst. N°97 ; GÄCHTER ET FILLIPO, 2015, art. 112 Cst N°39).
- Dans le cadre de l'harmonisation de l'âge de référence pour les femmes et les hommes dans l'AVS, le Conseil fédéral a relevé, dans l'al. 3ter entré en vigueur le 1er janvier 2024, le taux normal de 0,4 point, le taux réduit de 0,1 point et l'impôt grevant les prestations du secteur de l'hébergement de 0,1 point également afin de garantir le financement de l'AVS.

Il apparaît que la TVA est utilisée comme instrument de financement pour garantir des situations transitoires particulières (KIESER 2023, art. 112 Cst. N° 31). Les deux mesures en vigueur ont pour but d'atténuer les effets défavorables de la pyramide des âges sur le financement. En outre, les taux de la TVA, en tant qu'instrument de financement temporaire, ont été relevés du 1er janvier 2011 au 31 décembre 2017 pour garantir le financement de l'AI (voir l'art. 196, ch. 14, Cst.).

Étant donné que les contributions publiques à l'AVS et à l'AI couvraient 29,62 % du financement en 2022 (voir le tableau 11), le plafond de 50 % prévu par la Constitution à l'art. 112, al. 4, n'est pas atteint.

L'art. 112, al. 5, Cst n'exclut pas d'autres sources de financement public de l'AVS que celles expressément mentionnées dans cette disposition, à savoir le produit des impôts sur le tabac, sur les boissons distillées et sur les recettes des maisons de jeux. Comme mentionné ci-dessus, un financement complémentaire par la TVA est ainsi prévu à l'art. 130 Cst. Quant à l'art. 104, al. 2, LAVS, il prévoit que le montant manquant (i.e. non couvert par le produit des

impôts précités) est financé par les ressources générales de la Confédération. L'art. 112, al. 4 et 5, Cst. ne s'oppose donc pas à un financement supplémentaire de l'AVS au moyen d'une taxe sur les transactions financières. L'affectation des impôts ne nécessite pas obligatoirement une base constitutionnelle ; elle peut être inscrite dans une loi fédérale, pour autant qu'elle n'empiète pas sur les éventuelles affectations prévues par la Constitution. Dans le cadre de la conception du financement de l'AVS, il serait toutefois logique qu'une taxe sur les transactions financières, dont les recettes seraient affectées à l'AVS, soit ajoutée à la liste des impôts visés à l'art. 112, al., Cst.

Tableau 11 Financement de l'AVS et de l'AI en 2023

	AVS			AI		AVS + AI		
	en mio de francs			en mio de francs		en mio de francs		
Cotisations des assurés et des employeurs	37 428			6 084		43 476		
Contributions publiques	13 749			4 031		17 780		
Subventions fédérales		10 090			4 031		14 121	
Impôt sur le tabac (financement affecté)			2 025					2 025
Impôt sur les boissons distillées (financement affecté)			239					239
Ressources générales de la Confédération			7 826					7 826
Part de TVA (directement en faveur de l'AVS)		3 184					3 184	
Impôt sur les recettes des maisons de jeu (directement en faveur de l'AVS)		475					475	
Recettes provenant de recours	5			35		40		
Autres recettes	0					0		
Recettes (résultat de répartition)	51 182			10 114		61 296		
Rendement du capital	648			59		708		
Recettes (résultat CGAS)	51 831			10 173		62 004		
Modifications de la valeur du capital	979			97		1 076		
Recettes (résultat d'exploitation)	52 810			10 270		63 079		
Dépenses	49 953			10 064		60 017		
Contributions publiques en % des dépenses	27,52%			40,05%		29.62%		
En % des dépenses		20,20%			40,05%		23,53%	

Source : OFAS

12.2.2 Principes de financement des assurances sociales

Au-delà de la question de la constitutionnalité, il est intéressant de savoir comment un éventuel financement de l'AVS au moyen d'une taxe sur les transactions financières s'intégrerait dans les principes de financement des assurances sociales et de l'AVS.

En ce qui concerne le financement des différentes branches des assurances sociales et plus précisément le recours à des ressources (fiscales) générales, KIESER (2023, art. 112 Cst. N° 31) note que le législateur ne s'est pas toujours laissé guidé par des principes généraux identifiables et qu'il manque un aperçu de l'ensemble du système de sécurité sociale. Il estime par ailleurs que la législation s'adapte à la situation, mais qu'elle est guidée par le principe selon lequel la capacité économique des assurés et des employeurs ne doit pas être exagérément sollicitée. En ce qui concerne l'importance des différentes sources de financement, Kieser souligne également que des éléments différents, et parfois contradictoires, ont été mis en évidence. Toujours selon lui, le législateur finance clairement les branches d'assurances sociales conçues comme des assurances populaires à proprement parler par d'autres sources de financement que les cotisations des assurés et des employeurs, ce qui est particulièrement visible dans le cas de l'AVS et de l'AI et, avec beaucoup plus de retenue, de l'assurance-maladie. Il ajoute que le législateur a pris une décision différente pour les allocations en cas de service et les allocations de maternité ; bien qu'il s'agisse là aussi d'assurances populaires, les pouvoirs publics ne versent aucune contribution.

12.3 Utilisation des recettes à d'autres fins

Dans la question 23.1069, le conseiller national Müller-Altermatt souhaitait savoir si le Conseil fédéral jugeait judicieux d'examiner, dans le cadre du rapport qu'il préparait en exécution du postulat 21.3440, s'il serait opportun de financer également d'autres tâches de l'État au moyen de la taxe sur les transactions financières et s'il montrerait aussi, dans son rapport, quelle forme pourrait avoir une telle taxe qui reviendrait à la caisse générale de la Confédération.

Dans sa réponse, le Conseil fédéral a souligné qu'il n'existait aucun lien entre l'utilisation des recettes générées par une taxe sur les transactions financières et son aménagement optimal ou ses avantages et inconvénients par rapport à d'autres impôts. Sur le plan fiscal, les conclusions du présent rapport peuvent toutefois être transposées à la question du financement de tâches de l'État autres que l'AVS.

13 Conclusions et recommandations

Les taxes sur les transactions financières en général, et le droit de timbre de négociation en particulier, sont prélevés indépendamment de la capacité économique du contribuable et minent la compétitivité de la bourse suisse et des intermédiaires financiers suisses dans leurs activités internationales de gestion de fortune et de commerce de dépôt. Le Conseil fédéral estimait déjà dans sa réponse au postulat 21.3440 qu'il n'était pas judicieux de fonder le financement à long terme de l'AVS sur cette source de recettes. Il s'était également opposé à une réaffectation en faveur de l'AVS des recettes du droit de timbre de négociation qui étaient jusqu'alors affectées à la caisse générale de la Confédération et à l'introduction d'une nouvelle taxe sur les transactions financières dont le produit alimenterait l'AVS.

Le présent rapport ne fournit aucun argument plaidant en faveur d'un nouvel examen. Il montre, d'une part, que la Suisse impose déjà davantage les transactions financières que les pays européens de référence. D'autre part, il fait apparaître que le potentiel de recettes supplémentaires provenant d'une taxe sur les transactions financières est limité et ne serait pas à même de constituer une source de financement stable dans la perspective du financement de l'AVS à moyen et long terme. Par conséquent, le Conseil fédéral maintient sa position et recommande de ne pas utiliser les droits de timbre d'émission et de négociation existants ni de prélever de nouvelles taxes sur les transactions financières pour financer l'AVS ou le budget fédéral général.

Bibliographie

AFC (2011) : « SCHRITTWEISE ABSCHAFFUNG DER STEMPELABGABEN », RAPPORT DU GROUPE DE TRAVAIL.

AKERLOF, GEORGE A. ET SHILLER, ROBERT J. (2008) : Animal Spirits, Princeton, New Jersey.

ALLEN, FRANKLIN ET GALE, DOUGLAS (2000) : « Bubbles and Crises », The Economic Journal, 110, pp. 236-255.

AMIHUD, YAKOV ET MENDELSON, HAIM (1992) : « Transaction Taxes and Stock Values », In Modernizing U.S. Securities Regulations, ed., by Kenneth Lehna and Robert Kamphius, (Burr Ridge, Illinois, pp. 477-502.

AMIHUD, YAKOV ; MENDELSON, HAIM ET PEDERSEN, LASSE H. (2005) : « Liquidity and Asset Prices », MPRA Paper 63677, Munich.

BACA-CAMPODONICO, JORGE; DE MELLO, LUIS ET KIRILENKO, ANDREI (2006) : « The Rates and Revenue of Bank Transaction Taxes », OECD Economics Department Working Paper No. 494.

BALTAGI, BADI H.; DONG LI ET LI, QI (2006) : « Transaction Tax and Stock Market Behavior : Evidence from an Emerging Market », Empirical Economics, 31, pp. 393-408.

BANKS, JAMES ET DIAMOND, PETER (2010) : The Base for Direct Taxation. Dimensions of Tax Design: The Mirrlees Review, ed. by the Institute for Fiscal Studies, chap. 6, pp. 548-648), Oxford.

BASTANI, SPENCER ET WALDENSTÖM, DANIEL (2020) : « How should Capital Be Taxed ? », Journal of Economic Surveys, 34, pp. 812-846.

BAUER-BALMELLI, MAJA ET KÜPFER, MARKUS (2019): « Vorbemerkungen StG », in: Martin Zweifel, Michael Beusch, Maja Bauer-Balmelli, Basler Kommentar Bundesgesetz über die Stempelabgaben, 2e éd., Bâle.

BECCHETTI, LEONARDO; FERRARI, MASSIMO ET TRENTA, UGO (2014) : « The Impact of the French Tobin Tax », Journal of Financial Stability, 15, pp. 127-148.

BLOCK, STANLEY (2007) : « The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies », Journal of Applied Finance, 17, pp. 33-40.

BLOOMFIELD, ROBERT; O'HARA, MAUREEN ET SAAR, GIDEON (2005) : « The "Make or Take" decision in an Electronic Market : evidence on the Evolution of Liquidity », Journal of Financial Economics, 75, pp. 165-199.

BLOOMFIELD, ROBERT; O'HARA, MAUREEN ET SAAR, GIDEON (2009) : « How Noise Trading Affects Markets: An Experimental Analysis », Review of Financial Studies, 22, pp. 2275-2302.

BOADWAY, ROBIN (2012) : From Optimal Tax Theory to Tax Policy. Cambridge Mass. und London.

BOND, STEVE; HAWKINS, MIKE ET KLEMM, ALEXANDER (2004) : « Stamp Duty on Shares and its Effect on Share Prices », Institute for Fiscal Studies, London, Working Paper WP04/11.

BROGAARD, JONATHAN; HENDERSHOTT, TERRENCE ET RIORDAN, RYAN (2014) : « High-frequency trading and price discovery », The Review of Financial Studies, 27, pp. 2267-2306.

BROGAARD, JONATHAN; HENDERSHOTT, TERRENCE ET RIORDAN, RYAN (2019) : « Price Discovery without Trading evidence from Limit Orders », Journal of Finance, 74, pp. 1621-1658.

BRUNNERMEIER, MARKUS K. ET OEHMKE MARTIN (2012) : « Bubbles, Financial Crisis, and Systemic Risk », NBER Working Paper 18398.

CALGAGNO, RICCARDO ET LOVO, STEFANO (2006) : « Bid Ask Price Competition with Asymmetric Information between Market Makers », Review of Economic Studies, 73, pp. 329-355.

CANNAS, GIUSEPPINA; CARIBONI, JESSICA; MARCHESI, MASSIMO; NICODÈME, GAETAN; GIUDICI, MARCO. P ET ZEDDA, STEFANO (2014) : « Financial Activities Taxes, Bank Levies and Systemic Risk », European Commission Taxation Papers, Working Paper No. 43.

CAPELLE-BLANCARD, GUNTHER UND HAVRYLCHYK, OLENA (2016) : « The Impact of the French Securities Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility », International Review of Financial Analysis, 47, pp. 166-178.

CAPPELLETTI, GIUSEPPE; GUAZZAROTTI, GIOVANNI ET TOMMASINO, PIETRO (2017) : « The Stock Market Effects of a Securities Transaction Tax : Quasi-Experimental Evidence from Italy », Journal of Financial Stability 31 : 81–92.

CHOU, ROBIN K. UND WANG, GEORGE H. K. (2006) : « Transaction Tax and Market Quality of the Taiwan Stock Index Futures », Journal of Futures Markets : Futures, Options, and Other Derivative Products, 26, pp. 1195–1216.

CIPRIANI, MARCO ET GUARINO, ANTONIO (2008) : « Transaction Costs and Informational Cascades in Financial Markets », Journal of Economic Behavior and Organization, 68, pp. 581-592.

COELHO, MARIA (2016) : « Dodging Robin Hood: Responses to France and Italy's Financial Transaction Taxes », Job Market Paper, University of California. Via Internet (28.8.2019) : <https://ssrn.com/abstract=2389166>.

COLLIARD, JEAN-EDOUARD ET HOFFMANN, PETER (2017) : « Financial Transaction Taxes, Market Composition, and Liquidity », The Journal of Finance, 72, pp. 2685-2716.

CONRAD, JENNIFER; WAHAL, SUNIL ET XIANG, JIN (2015) : « High-frequency quoting, trading, and the efficiency of prices », Journal of Financial Economics, 116, pp. 271-291.

CONSOB (2018) : « Report on financial investments of Italian households – Behavioural attitudes and approaches ».

CONSTANTINIDES, GEORGE M. (1986) : « Capital Market Equilibrium with Transaction Costs », Journal of Political Economy, 94, pp. 842-862.

DOMAR, EVSEY D. ET MUSGRAVE, RICHARD A. (1944) : « Proportional Income Taxation and Risk-Taking », Quarterly Journal of Economics, 58, pp. 388-422.

DOW, JAMES ET RAHI, ROHIT (2000) : « Should speculators be taxed ? », Journal of Business, 73, pp. 89-107.

EASLEY, DAVID ET O'HARA, MAUREEN (1992) : « Time and the Process of Security Price Adjustment », Journal of Finance, 47, pp. 576-605.

EICHENGREEN, BARRY; TOBIN, JAMES UND WYPLOSZ, CHARLES (1995) : « Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance », Economic Journal, 105, pp. 1565-1593.

EUROPEAN COMMISSION (2010a) : « Financial Sector Taxation », Taxation Working Paper (10).

EUROPEAN COMMISSION (2010b) : « Innovative Financing at the Global Level », Commission Staff Working Document (409).

EUROPEAN COMMISSION (2013) « Impact Assessment : Proposal for a Council Directive Implementing Enhanced Cooperation in the Area of Financial Transaction Tax, Analysis of Policy Options and Impacts », Working Document (28).

FOUCAULT, THIERRY; PAGANO, MARCO ET RÖELL, AILSA (2024) : Market Liquidity : Theory, Evidence, and Policy, 2nd revised edition, Oxford.

FOUCAULT, THIERRY; SRAER, DAVID ET THESMAR, DAVID (2011) : Individual Investors and Volatility, The Journal of Finance, 66, pp. 1369-1406.

FRENCH, KENNETH ET ROLL, RICHARD (1986) : « Stock Return Variances: the Arrival of Information and the Reaction of Traders », Journal of Financial Economics, 17, pp. 5-26.

FRINO, ALEX ET WEST, ANDREW (2003) : « The Impact of Transaction Costs on Price Discovery: Evidence from Cross-listed Stock Index Futures Contracts », Pacific Basin Finance Journal, 11, pp. 139-151.

FROOT, KENNETH ET A. PEROLD, ANDRÉ (1995) : « New Trading Practices and Short-Run Market Efficiency », Journal of Futures Markets, 15, pp. 731-765.

FUNKE, MANUEL; MEYER, JOSEFIN ET TREBESCH, CHRISTOPH (2020) : « Der deutsch-französische Vorschlag zu einer EU-Finanztransaktionssteuer : Internationale Einordnung und Politikempfehlungen », Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik Nr. 24, février.

GÄCHTER, THOMAS ET FILIPPO, MARTINA (2015) : « Art. 112 BV », in : Bernhard Waldmann, Eva Maria Belser, Astrid Epiney, Basler Kommentar Bundesverfassung, 1ère éd., Bâle.

GLOSTER, LAWRENCE R. ET MILGROM PAUL R. (1985) : « Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogenously Informed Traders », Journal of Financial Economics, 13, pp. 71-100.

GOMBER, PETER; HAFERKORN, MARTIN ET ZIMMERMANN, KAI (2016) : « Securities Transaction Tax and Market Quality – the Case of France », European Financial Management, 22, pp. 313-337.

HAU, HARALD (2006) : « The Role of Transaction Costs for Financial Volatility : Evidence from the Paris Bourse », Journal of the European Economic Association, 4, pp. 862-890.

HEMMELGARN, THOMAS (2011): Steuern und Abgaben im Finanzsektor: Abgabenrechtliche Regulierung und neue Finanzmarktsteuern in der Europäischen Union, IFSt Schrift Nr. 468.

HEMMELGARN, THOMAS UND NICODÈME, GAËTAN J.A (2008) : « The 2008 Financial Crisis and Taxation Policy », CESifo Working Paper, No. 2932.

HENDERSHOTT, TERRENCE J.; JONES, CHARLES. M. UND MENKVELD, ALBERT J. (2011) : « Does Algorithmic Trading Improve Liquidity? », The Journal of Finance, 66, pp. 1-33.

HU, SHING-YANG (1998) : « The Effects of the Stock Transaction Tax on the Stock Market: Experience from Asian Markets », Pacific Basin Finance Journal, 6, pp. 347-364.

HUIZINGA, HARRY (2002) : « A European VAT on Financial Services ? », Economic Policy, 35, pp. 499-534.

HVOZDYK, LYUDMYLA ET RUSTANOV, SERIK (2016) : « The Effect of Financial Transaction Tax on Market Liquidity and Volatility : An Italian Perspective », International Review of Financial Analysis, 45, pp. 62-78.

IMF (2010) : A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector – Final Report for the G-20, International Monetary Fund.

IMSTEPF, RALPH ET BEUSCH, MICHAEL (2023) : « Art. 130 BV », in : Bernhard Ehrenzeller, Patricia Egli, Peter Hettich, Peter Hongler, Benjamin Schindler, Stefan G. Schmid, Rainer J. Schweizer (Hrsg.), St. Galler Kommentar Bundesverfassung, 4e éd., Zurich.

JACOBS, BAS (2013) : « From Optimal Tax Theory to Applied Tax Policy », FinanzArchiv, 69, pp. 338–389.

JONES, CHARLES M., ET SEGUIN, PAUL J. (1997) : « Transaction Costs and Price Volatility : Evidence from Commission Deregulation », American Economic Review, 87, pp. 728-737.

KARRER, ALEXANDER (2010) : « Sind Finanzsektorsteuern stabilitätsfördernd ? », Die Volkswirtschaft, Heft 12, pp. 25-28.

KEEN, MICHAEL; KRELOVE, RUSSELL ET NORREGAARD, JOHN (2016) : The Financial Activities Tax, Canadian Tax Journal / Revue Fiscale Canadienne, 64, pp. 389-400.

KEYNES, JOHN M. (1936) : General Theory of Employment, Interest Rates and Money, New York.

KIESER, UELI (2023) : « Art. 112 BV », in : Bernhard Ehrenzeller, Patricia Egli, Peter Hettich, Peter Hongler, Benjamin Schindler, Stefan G. Schmid, Rainer J. Schweizer (édit.), St. Galler Kommentar Bundesverfassung, 4e éd., Zurich.

KIRILENKO, ANDREI ET SUMMERS, VICTORIA (2003) : « Bank Debit Taxes: Yield vs. Disintermediation », in : Taxation of Financial Intermediation, ed., by P. Honohan, New York, pp. 313–24.

KUPIEC, PAUL (1996) : « Noise Traders, Excess Volatility, and a Securities Transactions Tax », Journal of Financial Services Research, 10, pp. 115-129.

LI, GENG (2009) : « Transaction Costs and Consumption », Journal of Economic Dynamics and Control, 33, pp. 1263-1277.

LIAU, YUNG-SHI, WU, YI-CHEN ET HSU, HSINAN (2012) : « Transaction Tax and Market Volatility : Evidence from the Taiwan Futures Market », Journal of Applied Finance and Banking, 2, pp. 45-58.

LIU, SHINHUA (2007) : « Securities Transaction Tax and Market Efficiency : Evidence from the Japanese Experience », Journal of Financial Services Research, 32, pp. 161-176.

LIU, SHINHUA ET ZHU, ZHEN (2009) : « Transaction Costs and Price Volatility : New Evidence from the Tokyo Stock Exchange », Journal of Financial Services Research, 36, pp. 65-83.

MATHESON, THORNTON (2011) : « Taxing Financial Transactions : Issues and Evidence », IMF Working Paper 11/54.

MCCRAE, JULIAN (2002) : « The Impact of Stamp Duty on the Cost of Capital », Institute for Fiscal Studies mimeo.

MEGARBANE, NICOLAS (2013) : « Lessons from the French Financial Transaction Tax », AMF Risk and Trend Mapping 14.

MENKVELD, ALBERT J. (2013) : « High-Frequency Trading and the New market Makers », Journal of Financial Markets, 16, pp. 712-740.

MEYER, STEPHAN; WAGENER, MARTIN ET WEINHARDT, CHRISTOF (2015) : « Politically Motivated Taxes in Financial Markets : The Case of the French Financial Transaction Tax », Journal of Financial Services Research, 47, pp. 177-202.

MONSCH, MARTIN (2018) : Hochfrequenzhandel : Eine rechtsökonomische Analyse des Phänomens sowie eine rechtsdogmatische Betrachtung des schweizerischen Aufsichtsrechts unter funktionaler Berücksichtigung des europäischen Rechts. SSFM – Schweizer Schriften zum Finanzrecht Band Nr. 126, Zurich.

NORDIN, MICHAEL; ELMER, TABEA ET WILD, ROLAND (2023) : « Steuerliche Auswirkungen der Aktienrechtsrevision », Schellenberg Wittmer, Monthly Newsletter January Taxation.

OXERA (2007) : « Stamp Duty : Its Impact and the Benefits of its Abolition », Report prepared for Association of British Insurers, City of London Corporation, Investment Management Associa-tion and London Stock Exchange (London).

PAGANO, MARCO (1989) : « Trading Volume and Asset Liquidity », Quarterly Journal of Economics 104, pp. 255-274.

PEKANOV, ATANAS ET SCHRATZENSTALLER, MARGIT (2019) : « A Global Financial Transaction Tax: Theory, Practice and Potential Revenues », WIFO Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, Working Paper 582/2019.

PELLIZZARI, PAOLO ET WESTERHOFF, FRANK H. (2009) : « Some Effects of Transaction Taxes under Different Microstructures », Journal of Economic Behavior & Organization, 72, pp. 850-863.

PHYLAKTIS, KATE ET ARISTIDOU, ANTONIS A. (2007) : « Security Transaction Taxes and Financial Volatility: Athens Stock Echange », Applied Financial Economics, 17, pp. 1455-1467.

PICHLER, STEFAN (2019) : Gutachten zur Finanztransaktionssteuer, beauftragt vom Bundesministerium für Finanzen, décembre.

POMERANETS, ANNA ET WEAVER, DANIEL G. (2018) : « Securities Transaction Taxes and Market Quality », Journal of Financial and Quantitative Analysis, 53, 455-484.

REINHART, CARMEN M. ET ROGOFF KENNETH S. (2009): This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton, New Jersey.

ROLL, RICHARD (1988) : « R-Squared », Journal of Finance, 43, pp. 541-566.

ROLL, RICHARD (1989) : « Price Volatility, International Market Links, and their Implications for Regulatory Policies », Journal of Financial Service Research, 3, pp. 211-246.

ROSS, STEPHEN A. (1989): Commentary: Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading, Journal of Financial Services Research, 3, S. 117-120.

RÜHL, TOBIAS R. ET STEIN, MICHAEL (2014) : « The Impact of Financial Transaction Taxes : Evidence from Italy », Economics Bulletin, 34, pp. 25-33.

SAHU, DHANANJAY (2008) : « Does Securities Transaction Tax Distort Market Microstructure ? Evidence from Indian Stock Market », disponible sous : https://ssrn.com/abstract=1088348

SAPORTA, VICTORIA UND KAN, KAMHON (1997) : « The Effects of Stamp Duty on the Level and Volatility of Equity Prices », Bank of England Working Papers 71, Londres.

SCHWERT, G. WILLIAM UND SEGUIN Paul J. (1993) : « Securities Transaction Taxes : An Overview of Costs, Benefits and Unresolved Questions », Financial Analysts Journal, 49, pp. 27-35.

SIMONEK, MADELEINE (2015) : « Art. 132 BV », in : Bernhard Waldmann, Eva Maria Belser, Astrid Epiney, Basler Kommentar Bundesverfassung, 1ère éd., Bâle.

SONG, FRANK M. ET ZHANG, JUNXI (2005) : « Securities Transaction Tax and Market Volatility », Economic Journal, 115, pp. 1103-1120.

SRAMKO, FILIP (2015) : « The Impact of Securities Transaction Tax on Market Quality : Evidence from France and Italy », International Journal of Economic Sciences, 4, pp. 52–93.

STIGLITZ, JOSEPH E. (1989) : « Using Tax Policy to Curb Speculative Short-Term Trading », Journal of Financial Services Research, 3, pp. 101-115.

STOLL, HANS R. (1978) : « The Supply of Dealer Services in Securities Markets », Journal of Finance, 33, pp. 1133-1151.

STOLL, HANS R. (2002) : « Market Microstructure », Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, Nashville, Financial Markets Research Center, Working Paper No. 01-16, 6 mai 2002.

SUBRAHAMANYAM, AVANIDHAR (1998) : « Transaction Taxes and Financial Market Equilibrium », Journal of Business, 71, pp. 81-118.

SUMMERS, LAWRENCE H. ET SUMMERS VICTORIA P. (1989): «When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case for a Securities Transaction Tax», Journal of Financial Services Research, 3, pp. 261-286.

SWISSBANKING (2020) : «Abschaffung der Stempelabgaben», Positionspapier der SBVg, avril.

TOBIN, JAMES (1974) : The New Economics a Decade Older. Princeton.

TOBIN, JAMES (1978) : « A Proposal for International Monetary Reform », Eastern Economic Journal, 4, pp. 153-159.

UMLAUF, STEVEN R. (1993) : « Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market », Journal of Financial Economics, 33, pp. 227–240.

VON DER CRONE, HANS CASPAR ET BEELER, LUKAS (2012): « Die Regulierung von systemrelevanten Finanzinstituten nach schweizerischem Recht », Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft (ZBB) / Journal of Banking Law and Banking (JBB), pp. 12-20.